

**T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KURUMSAL YAPININ POLİTİKA BAŞARIMINA ETKİSİ: ENFLASYON
HEDEFLEMESİNİ UYGULAYAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR İNCELEME**

F. Özlem ÖZKAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA - 2007

**T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KURUMSAL YAPININ POLİTİKA BAŞARIMINA ETKİSİ: ENFLASYON
HEDEFLEMESİNİ UYGULAYAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR İNCELEME**

F. Özlem ÖZKAN

Danışman: Prof. Dr. E. Alper GÜVEL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA - 2007

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

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

Başkan : Prof. Dr. E. Alper GÜVEL
(Danışman)

Üye : Doç. Dr. Harun BAL

Üye : Doç. Dr. Y. Beyazıt ÖNAL

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylıyorum.

...../...../.....

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

KURUMSAL YAPININ POLİTİKA BAŞARIMINA ETKİSİ: ENFLASYON HEDEFLEMESİNİ UYGULAYAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR İNCELEME

F. Özlem ÖZKAN

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof Dr. E. Alper GÜVEL

Ağustos 2007, 175 sayfa

Ekonomi literatüründe yaygın olarak, yüksek enflasyonun temel sebebi, para otoritelerinin enflasyonist bir eğilim göstermesi olarak kabul görmüştür. Bu itibarla çalışmada para otoritelerinin zaman tutarsızlığına değinilerek bu problemin çözümüne ilişkin mevcut para programlarının açıklaması yapılmıştır. Bu programlardan özellikle 1990'lardan günümüze en çok uygulanan ve başarılı olan programın enflasyon hedeflemesi olduğu sonucuna varılmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin ayrıntılarında farklılıklar görülen bir çok tanımla bulunmakla birlikte bazı temel özelliklerinde uzlaşma sağlanmıştır. Enflasyon hedeflemesi, belirlenmiş bir enflasyon oranı için belirli bir dönemde gerçekleştirilmek üzere bir hedef veya hedef aralığının ilan edilerek taahhüt edilmesi, para politikasının en önemli amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını sürdürmek olduğunun vurgulanması ve para otoriteleri tarafından da benimsenmesi şeklinde tanımlanabilir. Oyun-teorik para politikası literatüründe ağırlıklı olarak işlenen konu durumundaki para politikasının, zaman tutarsızlığından kaynaklanan enflasyonist eğilimini ortadan kaldırmaya yönelik çözüm önerileri çerçevesinde yapılan temel çalışmaların tanıtılması ve enflasyon hedeflemesi rejiminin kuramsal ve uygulama yönü hakkında bilgi verilmesi, tez çalışmasının temel amacını oluşturmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Zamansal Tutarsızlık, Güvenilirlik, Merkez Bankası Bağımsızlığı, Parasal Hedefleme, Döviz Kuru Hedeflemesi, Enflasyon Hedeflemesi.

ABSTRACT**THE EFFECT OF INSTITUTIONAL STRUCTURE ON POLITICAL
SUCCESS: A STUDY ON COUNTRIES APPLYING INFLATION TARGETING****F. Özlem ÖZKAN****M.A. Thesis, Department of Economics****Supervisor: Professor E. Alper GÜVEL****August 2007, 175 pages**

It is generally accepted in economic literature that the main reason for high inflation is the inflationary biased programs of the monetary authorities. As regards to this fact, this study explains the current monetary programs that aim to solve the time inconsistency problem of the monetary authorities. It is concluded that the most applicable and successful program, from 1990's hitherto, is inflation targeting. Although definitions differ in detail, there is some consensus on the main characteristics of inflation targeting regime. Inflation targeting may be defined as a target rate or target band for a determined inflation rate and which is announced and committed by the monetary authorities to be achieved for a specified period and which is also a strong emphasis and acceptance as to the importance of the price stability. The aim of this thesis is to explain how to avoid the inflationary bias of policy that has been an irrevocable consequence of the time-inconsistency and credibility problems and to analyse institutional framework of inflation targeting strategy and its widely accepted preconditions, so as to determine the feasibility of this strategies to countries.

Keywords: Monetary Policy, Time Inconsistency, Credibility, Central Bank Independence, Monetary Targeting, Exchange Rate Targeting, Inflation Targeting

TEŞEKKÜR

Tez çalışmam süresince çalışmalarında bana her türlü yardımı ve desteği sağlayan, ilgisini esirgemeyen danışmanım Prof. Dr. E. Alper GÜVEL' e, tez jürisinde yer alan ve tezimin şekillenmesinde önemli katkıları bulunan Doç. Dr. Harun BAL'a ve Doç. Dr. Y. Beyazıt ÖNAL'a sağlamış oldukları katkılardan dolayı sonsuz teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım. Ayrıca, tezin uygulama kısmında bana her türlü yardımda bulunan Arş. Gör. Cevat BİLGİN'e şükranlarımı bir borç bilirim.

Sadece bu süreçte değil, hayatımın her aşamasında maddi ve manevi her türlü desteklerini benden esirgemeyen, bugünlere gelmemde ki en büyük katkıyı sağlayan ve asla haklarını ödeyemeyeceğim değerli aileme minnet ve şükranlarımı sunarım.

Bu çalışma, İİBF 2006 YL5 numaralı proje kapsamında Çukurova Üniversitesi Araştırma Fonu tarafından desteklenmiştir.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
TEŞEKKÜR.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xı
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI

1.1. Para Politikası ve Amaçları Arasındaki Çatışma	7
1.2. Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Sorunu.....	8
1.2.1. Güvenilirlik İhtiyacı	11
1.2.2. Güvenilirliği Sağlamanın Araçları.....	14
1.2.2.1. İnanılrlık Mekanizmaları.....	14
1.2.2.2. Kurumsal Düzenleme Yaklaşımı.....	18
1.2.2.2.1. Muhafazakar Merkez Bankası Başkanı ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	19
1.2.2.2.2. Sözleşme Yaklaşımı.....	23
1.3. Güvenilirliğin Sağlanmasıda Ara Hedef Seçimi.....	25
1.3.1. Faiz Haddi Hedeflemesi.....	27
1.3.2. Nominal GSYİH Hedeflemesi.....	28
1.3.3. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	30
1.3.4. Parasal Hedefleme.....	34
1.3.5. Açıklanmayan Ancak Kullanılan “Örtülü (Implicit) Nominal Çıpa” Hedeflemesi.....	36
1.3.6. Enflasyon Hedeflemesi.....	36

İKİNCİ BÖLÜM
ENFLASYON HEDEFLERİNİN ÖNKOŞULLARI, ÖZELLİKLERİ VE
GELİŞMİŞ ÜLKE UYGULAMALARI

2.1.Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları.....	45
2.1.1.Nihai Hedef.....	45
2.1.2.Merkez Bankası Bağımsızlığı.....	46
2.1.2.1.Merkez Bankasının Yasal ve Fiili Bağımsızlığı.....	50
2.1.2.2.Merkez Bankasının Politik ve Ekonomik Bağımsızlığı.....	56
2.1.2.3.Politik Ekonomi ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	60
2.1.2.3.1.Çıkar Mücadelesi: Ekonomik ve Politik Hesaplar.....	62
2.1.2.3.2.Seçim Ekonomisi ve Ekonominin Politizasyonu.....	64
2.1.2.3.3.Seçim Ekonomisi ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	65
2.1.2.4.Merkez Bankasının Bağımsızlığına Yöneltilen Eleştiriler.....	65
2.1.3.Gelişmiş Mali Piyasalar ve Mali İstikrar.....	66
2.2.Stratejik Özellikler.....	68
2.2.1.Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık.....	68
2.2.2.Güvenilirlik (Kredibilite).....	70
2.2.3.Esneklik.....	71
2.2.4.İleriye Yönelik Bir Yaklaşımın Benimsenmesi.....	72
2.3.Uygulamaya Yönelik Teknik Özellikler.....	73
2.3.1.Enflasyon Tahmin Model ve Yöntemlerinin Geliştirilmesi.....	73
2.3.2.Kamuoyu Tarafından Anlaşılmasının Sağlanması.....	73
2.3.3.Mali Sektör Reformlarının Uygulanması.....	74
2.4.Enflasyon Hedeflemesinin Yapısı.....	74
2.4.1.Enflasyon Oranı-Fiyat Düzeyi Seçimi.....	74
2.4.2.Fiyat Endeksinin Seçimi.....	76
2.4.3.Hedef Enflasyon Oranı.....	77
2.4.4.Hedefin Büyüklüğü.....	79
2.4.4.1.Nokta Hedeflemesi.....	80
2.4.4.2.Bant Aralığı Hedeflemesi.....	80
2.4.5.Hedefleme Süresi.....	82
2.4.6.Hedefin İlanı.....	83
2.5.Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları.....	84

2.5.1.Genel Değerlendirme.....	84
2.5.2.Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasında Gelişmiş Ülke Örnekleri.....	85
2.5.2.1.Yeni Zelanda.....	86
2.5.2.2.Kanada.....	87
2.5.2.3.İngiltere.....	88
2.5.2.4.İsveç.....	89
2.5.2.5.Avustralya.....	90
2.5.2.6.İzlanda.....	91
2.5.2.7.Norveç.....	91
2.5.2.8.İsviçre.....	92

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI İLE İLGİLİ AMPİRİK ÇALIŞMALAR

3.1.Enflasyon Hedeflemesi ile İlgili Ampirik Çalışmalar.....	95
3.1.1.Literatür Taraması.....	96
3.2.Merkez Bankası Bağımsızlığı ile İlgili Ampirik Çalışmalar.....	116
3.2.1.Genel Değerlendirme.....	116
3.2.2.Literatür Taraması.....	119

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMETRİK UYGULAMA

4.1.Parasal Analiz ve Merkez Bankaları.....	126
4.2.Ekonometrik Uygulama.....	130
4.3.Enflasyon-Para Arzı Arasındaki Nedensellik İlişkisi.....	130
4.4.VAR Modeli.....	131
4.5.Ekonometrik Uygulamada Kullanılan Verilerle İlgili Ön Testler.....	133
4.5.1.Birim Kök Testi.....	133
4.5.2.Granger Nedensellik Testi.....	136
4.5.3.Chow Testi.....	141
4.6.GSYİH-Para Arzı Arasındaki Nedensellik İlişkisi.....	142

SONUÇ.....	146
KAYNAKÇA.....	152
ÖZGEÇMİŞ.....	170

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Enflasyon Hedeflemesi ve Ara Hedefleme	39
Tablo 2. Merkez Bankasının Yasal Bağımsızlığının Göstergeleri	53
Tablo 3. Politik Bağımsızlık Göstergeleri	58
Tablo 4. Ekonomik Bağımsızlık Göstergeleri	60
Tablo 5. Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Temel Özellikleri ..	93
Tablo 6. Enflasyon Hedeflemesi İle İlgili Literatür.....	111
Tablo 7. Merkez Bağımsızlığı İle İlgili Literatür	124
Tablo 8. ADF Birim Kök Testi	135
Tablo 9. ADF Birim Kök Testi	135
Tablo 10. Granger Nedensellik Testi (Avustralya)	138
Tablo 11. Granger Nedensellik Testi (İsviçre)	138
Tablo 12. Granger Nedensellik Testi (Kanada)	139
Tablo 13. Granger Nedensellik Testi (Yeni Zelanda)	140
Tablo 14. Granger Nedensellik Testi (İngiltere)	140
Tablo 15. Chow Testi	141
Tablo 16. ADF Birim Kök Testi	142
Tablo 17. ADF Birim Kök Testi	143
Tablo 18. Granger Nedensellik Testi (Avustralya)	143
Tablo 19. Granger Nedensellik Testi (Kanada)	144
Tablo 20. Granger Nedensellik Testi (İngiltere)	144
Tablo 21. Chow Testi	144

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Para Politikası Stratejileri	27
Şekil 2. Enflasyon ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı	117

GİRİŞ

Paranın kendisi kadar eski bir problem olan enflasyon, herkes için sevimsiz bir haber niteliğindedir. Çünkü enflasyon fiyat mekanizmasını olumsuz etkilemesi, tasarrufları eritmesi, yatırımları engellemesi, sermaye kaçışını hızlandırması, büyümeyi dizginlemesi, ulusal paranın değerini düşürmesi, karar alma sürecinde belirsizliği artırması, kaynak ve gelir dağılımını bozması, mali şişkinliğe neden olması, konjonktürel dalgalanmalara zemin hazırlaması, toplumsal barışı bozması ve ekonomi politikaları ile kurumlara olan güveni zedelemesi gibi ekonomik ve sosyal kökenli birçok problemi de beraberinde getirmektedir.

Enflasyonun, para ve maliye politikalarının doğru bir şekilde uygulanmadığının temel göstergelerinden birisi olduğu söylenebilir. Halbuki para politikasının doğru uygulanmasının, güçlü ve istikrarlı bir ekonomi için kritik öneme sahip olduğu yaşanan tecrübelerden anlaşılmaktadır. Şöyle ki, gevşek bir para politikasının yüksek enflasyona; buna karşın sıkı para politikasının da deflasyona neden olması kaçınılmaz olabilir. O halde doğru para politikası nasıl olmalıdır? Merkez bankaları görevlerini en iyi şekilde nasıl yerine getirebilirler? Merkez bankalarının kurumsal yapısı nasıl olmalıdır? Para politikası için en uygun strateji hangisidir? gibi sorular önemli hale gelmektedir. Bu ve buna benzer soruların cevapları, merkez bankaları ve akademisyenler arasında yıllardır devam eden tartışma konularının başında gelmiştir. Özellikle son yirmi yılda yoğunlaşan araştırmaların sonucunda, merkez bankacılığı ve para politikasının temel özelliklerini ; bağımsız, şeffaf, hesap verebilir ve hükümetle birlikte uyumlu çalışma şeklinde özetlemek mümkündür. Ayrıca, bağımsız merkez bankalarına sahip olan ülkelerde enflasyonun düşük olduğunun araştırma ve uygulamalarda tespit edilmesi de, merkez bankasının bağımsızlığının artırılmasına büyük bir hız kazandırmıştır.

Gerek merkez bankalarının bağımsızlığının artırılması gerekse de dünya konjonktüründeki olumlu gelişmelere bağlı olarak birçok ülkede fiyat istikrarının sağlanması ile birlikte ortaya çıkan belirsizliğin azalması, kaynak verimliliğinin artması ve ekonomik etkinliğin sağlanması gibi olumlu sonuçlar, dünya genelinde, fiyat istikrarının öneminin daha çok kavranmasında önemli rol oynamıştır. Diğer yandan Phillips (1958) ve Samuelson-Solow (1960) gibi iktisatçıların uzun dönemde de

enflasyon ve işsizlik arasında bir “trade-off” olduğu şeklindeki görüşlerinin, Friedman-Phelps’in “beklentili Phillips eğrisi” yardımıyla doğru olmadığını kanıtlanması ile birlikte, para politikasının uzun dönemde öncelikli amacının fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği konusunda genel bir konsensüs oluşmuştur. 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.

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.

Para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği üzerinde bir konsensus sağlanmasından sonra, bunun gerçekleştirilmesi için hangi para politikası stratejisinin en uygun olduğu konusundaki tartışmalar daha da hızlanmıştır. Uygulamaya bakıldığında, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi ve gizli hedefleme gibi dört ana alternatif stratejiyi tercih ettikleri görülmektedir. Bu stratejilerden son yıllarda en popüler olanı ise para otoritelerinin nihai hedef olan fiyat istikrarını sağlamak amacı ile sayısal bir enflasyon hedefi belirlemesi ve bunu kamuoyuna açıklaması ile tanımlanan enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi dünyada ilk kez Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından 1990’da uygulanmaya başlanmış ve enflasyonu düşürmede oldukça başarılı olması sebebiyle de kısa zamanda popülerite kazanarak birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin merkez bankası tarafından benimsenmiştir. Tüm bu açıklamalardan hareketle bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin ön koşulları, özellikleri ve uygulanması konularının genel anlamda analizi bu çalışmanın temel amaçlarından birisini oluşturmaktadır.

Ekonomi politikalarının temel hedefinin işsizliği veya diğer reel değişkenleri fiyat istikrarının önüne aldığı bir ortamda günün gereklerine uygun bir para politikası

uygulanması sonucunda sistemde enflasyonist bir eğilim (bias) oluşmaktadır. Bunun altında yatan neden, herhangi bir kurala uygun olmayan para politikası hakkında halkın, önceki dönem gelişmelerine bakarak, gerçekleşecek enflasyon oranını tahmin etmesi nedeniyle, reel değişkenleri etkilemeyi amaçlayan merkez bankasının halkın beklentisinden farklı bir parasal genişleme gerçekleştirmek zorunda olmasıdır.

Günün koşullarına uygun olarak para politikası izleyen bir merkez bankasının neden olduğu enflasyonist dinamiğin, fiyat istikrarına halktan daha fazla önem veren bir merkez bankası tarafından engelleneceği kanıtlanmıştır. Bu durum ise ancak merkez bankasına belli bir bağımsızlık sağlanırsa gerçekleşebilecek bir koşuldur. Merkez bankalarına sağlanabilecek bağımsızlık, hedef belirleme yetkisini bu bankalara vermek şeklinde geniş bir anlamda olabileceği gibi hedef belirleme yetkisinin siyasi otoritede bırakılarak merkez bankasına operasyonel bağımsızlık tanınması şeklinde de sınırlandırılabilir. Her iki durumda da merkez bankasının politikalarının güvenilirliği ve dolayısıyla etki gücü önceden belirlenip halka ilan edilen hedeflere ulaşmak doğrultusunda bankanın, para politikasını, sahip olduğu politika araçlarını kullanmak suretiyle, belli bir kural çerçevesinde ve siyasi otoriteden kaynaklanabilecek hedefle çelişkili politika telkinlerinden etkilenmeden yürütebilmesinden kaynaklanır.

Sonuç olarak tüm bunlardan da görüldüğü gibi, merkez bankalarının herhangi bir politika kuralını, fiyat istikrarını gözönünde tutarak, izleyebilmeleri ve bu şekilde toplumun enflasyonist beklentilerini şekillendirebilmeleri, hükümetten etkilenme kanallarının olabildiğince tıkalı olduğu bir ortamda mümkündür. Çünkü siyasi iktidarlar çoğu kez bir ekonomik istikrar programı ile çözümlenebilecek gibi görünen ekonomik sorunları çözmek için önlem almak yerine, tersine, sorunu daha da ağırlaştırabilecek olan sübvansiyon artırımları, enflasyonun üzerinde ücret artışları, kamu teşebbüslerinin fiyat artışlarının ertelenmesi gibi istikrarı daha da bozacak önlemleri tercih ederler. Peki neden?

Bu sorunun cevabı şu şekilde açıklanabilir. Siyasal partilerin amacı öncelikle iktidar olmak ve ikinci aşama olarak da iktidarda kalabilmektir. Bunun dışındaki amaçlar ikinci planda kalır. Temel amaç iktidar olmak ve iktidarı korumak olarak ortaya konunca oy kazandırıcı politikalar ön plana çıkar. Eğer bir toplumda sübvansiyonların artırılması, enflasyonun üzerinde ücret artırımları vb. siyasal iktidara oylarını artırma

imkanı verecekse, iktidarın o yönde davranması en akılcı yoldur. Böyle bir eğilim ortamında bir ekonomik istikrar politikasını orta-uzun dönemde sürdürmek güçleşir.

Günümüzde enflasyonun ardında yatan temel faktörün kronik bütçe açıkları ve bunun bir sonucu olan kamu borç stoku olduğu konusunda iktisatçılar arasında bir görüş birliği oluşmuştur. İşte bu noktada, bütçe açıklarının ve dolayısıyla enflasyonun kontrol altına alınmasını geciktiren ana unsur olarak siyasi elitlerin üzerinde dikkatle durulmalıdır. Siyasi elitleri toplumun diğer kesimlerinden ayıran en önemli özellik, bu grubu oluşturan bireylerin devletin ekonomik ve siyasi gücüne olan yakınlıklarıdır. Toplumsal denetleme mekanizmalarının işlemediği ülkelerde, siyasi elitlerin devlet kaynaklarına olan bu yakınlıklarını kendi çıkarları için kullanmalarının önünde herhangi bir engel yoktur. Buna göre politikacılar, özel çıkar arayışı peşinde koşan bireylerdir. Politikacılar ile ekonomik karar birimleri arasında bir çıkar alış verişi yaşanmaktadır. Bu koşullar altında politik otoriteleri sınırsız yetkilerle donatmak ekonomiyi daha da istikrarsız hale getirecektir. Böylece, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlanması ile birlikte, yıllardır devam eden “kurala dayalı para politikasına karşılık ihtiyari para politikası (rules versus discretion)” tartışması yeni bir ivme kazanmıştır. Kurala dayalı para politikasını savunan iktisatçılar, sadece katı kuralların olması halinde merkez bankasının tam kredibilitésinin sağlanabileceğine ve zaman tutarsızlığı (time inconsistency) probleminin ortadan kaldırılabilmesine inanmaktadırlar.

Kurala dayalı para politikasına karşılık ileri sürülen ihtiyari para politikası savunucularına göre, para politikası iç ve dış şoklar ile üretim ve büyümede ortaya çıkabilecek olumsuz gelişmeye karşı sürekli olarak tepki vermelidir. Ayrıca, merkez bankasının ekonomide ortaya çıkan değişik koşullara karşı uygun göreceği para politikasını belirlemesi ve duruma göre değişiklikler yapması da en doğru yaklaşım olacaktır.

Tarihsel süreç içerisinde para politikalarının fiyat istikrarı, tam istihdam, büyüme ve ödemeler dengesi gibi çeşitli amaçları olmuştur. Ancak fiyat istikrarı amacı, her zaman için diğerlerine kıyasla bir önceliğe sahip olmuştur. Bu durum günümüzde daha da somut hale gelmiş ve merkez bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği konusunda geniş bir konsensus oluşmuştur. Fiyat istikrarı konusunda

oluşan konsensus, birçok kavramı da merkez bankacılığının gündemine yerleştirmiştir. Bunlar aynı zamanda merkez bankacılığı ve para politikasının geçirdiği olağanüstü evrimi ve vardığı son aşamayı temsil eden bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik kavramlarıdır. 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.

Bu çerçevede, ekonominin bütününe 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 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.

Merkez bankasının bağımsız bir para politikası uygulayıcısı olması enflasyon hedeflemesi çatısının en temel koşuludur. Bu bağlamda, para politikasının etkinliğini sağlayacak önemli bir unsur olan “bağımsızlık” faktörünün, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısına ne denli katkıda bulunduğu teorik ve pratik olarak tespiti, bu çalışmanın ana amacını oluşturmaktadır.

Bu çalışma 4 bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, para politikasının zaman tutarsızlığı ve güvenilirlik sorunu, güvenilirliği sağlamanın araçları ve ara hedef seçimleri incelenecektir.

İkinci bölümde, enflasyon hedeflemesinin tanımı, önkoşulları, yapısı ve enflasyon hedeflemesini uygulayan gelişmiş ülkelerde uygulama özellikleri üzerinde durulacaktır.

Üçüncü bölümde ise, enflasyon hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansına pozitif etki edebilecek kurumsal faktörlerin başında gelen

merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili makroekonomik büyüklükler arasındaki ilişkiler konusunda bir literatür özeti verilecektir.

Dördüncü bölümde, ilk olarak iktisat teorileri ve merkez bankaları ile enflasyon-para arzı arasındaki ilişki ele alınmış, daha sonra ise uygulama çerçevesinde, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi sistemine geçebilmesi için yapılması gerekli olan kurumsal değişmelerin politika belirleme ve başarımlar sürecinde etkili olup olmadığını ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin, uygulanış tarihi itibarıyla ilgili ülkelerin ekonomilerinde yapısal bir değişmeye neden olup olmadığını ortaya koyabilmek amacıyla çeşitli analizler yapılmıştır. Bölümün en sonunda da bu uygulamadan elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI

Ekonomide belirli makro ekonomik hedeflere ulaşmayı sağlayan politikaların başında para politikası gelir. Para politikası, merkez bankası aracılığıyla belirlenmiş olan ekonomik hedefleri gerçekleştirmek üzere para arzını ve kredi koşullarını düzenleme çabasını ifade eder. Daha spesifik biçimde belirtmek gerekirse, para politikası, ekonominin likidite düzeyini artırmak ya da azaltmak girişimidir (Oktar, 1996, s.1).

Para politikasının amaçları ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklılık gösterebilmektedir. Hangi gelişmişlik düzeyi olursa olsun para politikasının amaçlarının açık bir biçimde saptanmış olması büyük önem taşır. Çünkü, saptanan hedefler zaman zaman birbirleriyle çelişebilir. Buna göre, para politikasından beklenen sonuçların alınmaması, para politikasının yapısından çok, hedefler arasındaki çatışmadan ileri gelmektedir. Bu bakımdan, politika uygulayıcısı, ekonomi için öncelikli amaçları belirlemelidir.

1.1. Para Politikası ve Amaçları Arasındaki Çatışma

Makro iktisat politikalarının temel amaçları; istikrarlı bir genel fiyat düzeyi, yüksek ve istikrarlı bir istihdam düzeyi, yüksek büyüme, finansal istikrar ve dış ekonomik denge olarak sıralanabilir. Tüm bu hedeflere eş zamanlı olarak ulaşma çabaları para politikaları için belirli uyumsuzlukları ortaya çıkarabilir. Örneğin, fiyat istikrarını kararlı ve sabit bir düzeyde sürdürmek üzere alınmış olan önlemler, dış dengenin değişmesine neden olabilir. Ya da ekonomik büyümeyi hızlandırmak için geliştirilmiş olan önlemler, fiyat istikrarını bozabilir. Bu şekilde, amaçlar arasında meydana gelecek uyumsuzluk ve çatışma para politikasının etkinliğinin azalmasına ve hangi amacın daha öncelikli olduğu tartışmalarının devam etmesine neden olur.

Bretton Woods Sistemi ve altın standardı terk edildikten sonra merkez bankalarının asıl görevlerinin ne olduğu sıkça tartışılmaya başlanmıştır. Bilindiği gibi

bu kurumlar bir ülkenin para politikasını oluşturmak ve uygulamakla yükümlüdürler. Ancak 1960 ve 70'li yılların deneyimleri para politikasının reel ekonomiye olan etkilerinin sınırlı ve geçici olduğunu göstermektedir. Para politikaları kullanılarak kısa dönemde ekonomik aktivite ve istihdamda canlanma sağlanabilirse de, bunun etkileri kısa süreli olmakta ve genişletici para politikası uzun vadede mutlaka enflasyonla sonuçlanmaktadır. Hükümetler politik nedenlerle genişletici bir para politikasının uzun vadeli enflasyonist etkilerini göz ardı edebilmektedirler. Genişletici para politikası uygulamalarında istihdam ve reel ekonomi üzerindeki etkilerin kısa dönemde ortaya çıkması, ancak enflasyonist etkilerin uzun vadede anlaşılması nedeni ile ekonomide enflasyon düzeyi artmakta, fakat reel ekonomi anlamında sağlanan faydalar sınırlı kalmaktadır. Tüm bu nedenlerden dolayı, günümüz ekonomilerinde merkez bankalarının asıl görevlerinin uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamak olduğu ortaya çıkmaktadır (Coast, 1999, s.12). Düşük maliyetle veya sıfır üretim kaybı ile fiyat istikrarının gerçekleştirilmesine yönelik olarak düzenlenen para politikalarının istenilen sonuçları doğurması ise, büyük ölçüde zaman tutarsızlığı (time inconsistency) sorunu nedeniyle güvenilirliğin tesis edilmesine bağlıdır. Güvenilirliği ve inanılabilirliği olmayan para politikaları ile enflasyonla mücadele edilmesi mümkün değildir.

1.2.Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Sorunu

Günümüzde para politikasının karşı karşıya bulunduğu en önemli sorun, bu politikanın ekonomik istikrara en yüksek katkıyı yapacak şekilde düzenlenmesindeki güçtür (Oktar, 1998, s.11).

1930'lardaki altın standardının kaldırılmasına kadar, enflasyon bir iktisadi sorun olarak dünya gündeminde yer almamıştır. Bu dönemde enflasyon oranında istikrarın sağlanmasından ziyade, fiyatlar genel düzeyindeki istikrarın sağlanması yaklaşımı öne çıkmıştır. 1930'lu yıllara gelindiğinde ise en önemli sorun işsizlik ve durgunluk olarak görülmeye başlanmıştır. Keynezyen politikalar bu ortam içinde şekillenmeye başlamış ve efektif talebin canlı tutulması önerileri gündeme gelmiştir (Karasoy ve diğerleri, 1998, s.1-2).

1970'li yıllarda görülen hızlı enflasyon ve ekonomik durgunluk olgusu, adeta enflasyonun kendi kendini besleyen bir süreç haline geldiği düşüncesini yaratmıştır. Literatürde, enflasyon ve durgunluğun doğurduğu işsizlik probleminde çözümün

geleneksel makroekonomik politikalar çerçevesinde mümkün olmadığı veya ancak katlanılmaz maliyetler ödenerek çözümlenebileceği konusunda bir görüş birliğine ulaşılmış görünmektedir. Keynezyen yaklaşımda enflasyon ile işsizlik arasında bir trade-off'un varlığının kabul edilmesi bu iki ekonomik problemin, bir diğerinin kötüleşmesi pahasına çözümlenebileceği sonucunu yaratmaktaydı (Erdoğan, 1997, s.2). 1930'lardan 1970'lere kadar uygulanan Keynezyen politikaların enflasyonla mücadele konusundaki başarısızlıkları, fiyatların kontrol altına alınmasını sağlayacak ve anti enflasyonist politikaların yaratabileceği olumsuz sonuçları minimize edecek yeni ekonomi politikalarının ve araçlarının ortaya çıkmasına yol açmıştır.

Ekonomide oluşan kısa dönemli şoklara müdahale etmenin ekonomideki dengeleri bozduğu görüşü de bu dönemde sık sık vurgulanmaya başlanmıştır. Ayrıca uzun dönemde Phillips eğrisinin geçersizliği ve genişletici politikaların uzun dönemde enflasyona yol açtığı görüşü de bu dönemde ortaya atılmıştır. Para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiğini savunanların diğer bir görüşü ise ücretler ve fiyatların ileriye dönük enflasyon beklentilerine göre şekillendiğidir. Büyüme 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. Diğer bir ifadeyle, rasyonel davranan ekonomik birimler üretim artışını hedef alan merkez bankasının gelecekteki politikasının genişlemeci olacağını öngörerek, ücret ve fiyatlarda artış yaparak enflasyon beklentisine neden olurlar. Sonuç olarak, üretim artışı sağlanmadan yüksek bir enflasyon düzeyinde denge sağlanmış olur. Müdahaleci politikalar bu bağlamda üretimi değil enflasyonu artırmaktadır. Oysa fiyat istikrarının büyüme 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 ve diğerleri, 1998, s.2-3).

Ekonomide, reel üretimin beklenen enflasyon düzeyinde sabit kalması gerekirken beklenmedik bir enflasyonla birlikte artış göstermesi halinde politika

uygulayıcılarının enflasyon, istihdam ve üretim gibi reel büyüklüklerle ilgili olarak eşanlı hedefler koymaları, para politikası için bir zaman tutarsızlığı sorunu yaratacaktır. Zaman tutarsızlığı, politika otoritesinin önceden ilan ettiği politikalardan vazgeçip, özel sektörü kandırma politikası izleyerek kısa dönemli kazançlar elde etme güdüsü nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Oktar, 1998, s.12). Buna göre, t+1 döneminde yapılan yeniden optimizasyon, t döneminde hesaplanan optimal politikadan farklı bir politikanın optimal olduğunu ortaya koyuyorsa; yani ex ante ile ex post politika arasında bir farklılık doğuyorsa, zaman tutarsızlığı problemi söz konusu olacaktır (Fischer, 1995, s.57).

Bu kavram ilk olarak Kydland ve Prescott (1977) tarafından kullanılmış ve rasyonel beklentiler teorisinin önemini güçlendirerek daha sonra yapılan para politikası çalışmalarını da etkilemiştir. Barro ve Gordon (1983) zaman tutarsızlık probleminin enflasyon eğilimi yarattığını savunmuşlardır. Buna göre popülist politikaları seven politika otoriteleri gelecek dönemlerde politikalarını değiştirebilirler. Bunu bilen özel kesim de fiyat beklentilerini bu değişikliğe göre ayarlar ve ekonomide bir enflasyon eğilimi yaratılmış olur (Usta, 2003, s.6).

Kydland ve Prescott (1977), bağlayıcılık niteliği taşımayan (discretionary) geleneksel Keynezyen toplam talep yönetimi politikalarının sosyal refah fonksiyonunun maksimizasyonu ile sonuçlanmayacağını göstermektedirler. Para otoritesi, politikalarını bağlayıcı olmayan bir tarzda belirleme olanağını enflasyon-üretim trade-off'undan fayda sağlamak amacıyla kullanacak ve sonuçta toplum, başlangıçtakinden daha yüksek enflasyonun maliyetlerine katlanmak zorunda kalırken, üretim açısından herhangi bir kazanç elde edemeyecektir. Kydland ve Prescott, politikalar açısından bağlayıcılığın bulunmadığı bir ortamda zamansal tutarlı tek denge çözümünün yüksek enflasyon ve değişmeden kalan (doğal) üretim oranı olacağını göstererek, politikanın kurallara göre yürütülmesi gerektiğini savunmaktadırlar.

Bu noktayı biraz daha açarsak; politika otoritesi t zamanında, özel sektörün beklentilerini veri alarak bir politika belirlemekte ve enflasyon ve büyüme hedefleri koymaktadır. Politika otoritesi, özel sektörün hedeflerini bu politika çerçevesinde belirleyeceğini düşünmektedir. Enflasyon beklentileri oluştuktan sonra da t+1 zamanında politika otoritesi kendi fayda fonksiyonunu maksimize edecek yani istihdamı

artıracak popülist politikalar izleyecektir. Ancak rasyonel beklentilere sahip özel sektör, politika otoritesinin fayda fonksiyonunu bilmekte ve enflasyon beklentilerini, t+1 anında uygulanacak politikaya göre belirlemektedir. Böylece uzun dönemde enflasyon atalet kazanmış olmaktadır. Kuşkusuz politika otoriteleri bu değişiklikleri toplumun refahını maksimize etmek amacı ile yapmaktadırlar. Ancak bu bekleyişlerin, rasyonel bekleyişleri olan ekonomik birimlerce biliniyor olması enflasyon eğilimini arttıran bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır (Usta, 2003, s.6-8). Telatar (2002) pozitif enflasyon teorisi çerçevesinde enflasyonun düşürülmesinin büyük ölçüde enflasyon beklentilerinin düşürülmesi konusundaki başarıya bağlanmakta olduğunu belirtmiş ve bu başarıyı da merkez bankasının fiyat istikrarını izleme yönündeki kararlılığına ilişkin algılamaların şekillendirdiği güvenilirlik derecesine endekslediğini savunmuştur.

Zaman tutarsızlığı problemi, politikaların güvenilirlik niteliğini ön plana çıkarmaktadır. Optimal politikaların 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 geliştirilen 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 tutarsızlığının yarattığı güvenilirlik problemi ancak para otoritesinin uymak zorunda olduğu bağlayıcı politika ortamı sağlanabilirse aşılabilir. Bağlayıcı politika t+1 döneminde t döneminde ilan edilen politikadan ayrılmayı olanaksız kılar. Böylece ekonomik birimlerin beklentileri de uygulanan politika hedefleri doğrultusunda gerçekleşecektir (Usta, 2003, s.8).

1.2.1.Güvenilirlik İhtiyacı

Gerek siyasi gerekse ekonomik sorunlar tartışılırken “güvenilirlik” kavramının odak teşkil ettiği görülmektedir. Ancak bunun para politikası açısından önemi,

1970'lerin başına kadar etkili olan Keynezyen politikaların istenmeyen sonuçlar vermesiyle ortaya çıkmıştır (<http://www.econturk.org/Türkiyeekonomisi/bayram.doc> 10.08.2006). Bağlayıcılık niteliği taşımayan geleneksel Keynezyen toplam talep yönetimi politikalarının enflasyon-üretim trade-off'undan kısa dönemli kazançlar elde etme güdüsü nedeniyle ortaya çıkan zaman tutarsızlığı sorununun çözümü güvenilirliğin sağlanmasından geçmektedir. Güvenilirliğin ekonomik politikaların başarısında oynadığı önemli role rağmen, makroekonomik literatürde henüz bu kavram için üzerinde anlaşmaya varılmış bir tanım bulunmamaktadır (Erdoğan, 1997, s.6). Cukierman (1986), güvenilirliği, uygulanan politikanın işleyiş sürecinde bir değişiklik meydana geldiğinde, kamuoyunun, böyle bir değişikliğin gerçekten gerekli olduğuna inanması olarak tanımlamaktadır. Blackburn ve Christensen (1989) ise, güvenilirliğe ilişkin en genel anlatımın, ekonomik politikanın bugünkü durumu ve gelecekteki yönü hakkındaki yargıların politika otoritelerinin başlangıçta ilan ettikleri program ile tutarlılık derecesi olduğunu belirtmektedirler. Kısaca, para politikasının güvenilirliği, politikanın her aşamada, merkez bankasının karşı karşıya kaldığı hedefler ve sınırlamalar konusunda kamuoyunun bilgisi ile tutarlılık içinde bulunmasıdır (Oktar, 1993, s.13). Bu açıdan, ilan edilen politikaların güvenilirliğini etkileyen faktörler teknolojik, idari-politik ve stratejik kısıtlar olmak üzere üç genel başlık altında toplanabilir (Erdoğan, 1997, s.6-7):

Politika otoritelerinin kararlarını ve tahminlerini dayandırdığı verilerin güvenilirliği, politika araçlarının kullanılabilirliği ve kontrol edilebilirliği, politika otoritelerinin amaçlarının doğru belirlenmesi teknolojik kısıtlardan bazılarıdır. İdari-politik kısıtlar, iktidardaki hükümetin gerekli yasaları uygulamaya koyma yeteneği, demokratik bir toplumda iktidarın programını uygulamak için yeterli zamana sahip olup olmadığı, iktidarın gerek kendi içinden ve gerekse seçmenlerden gelen politik baskılar karşısında programını değiştirmeye zorlanıp zorlanmadığı gibi hususları kapsamaktadır. İdari-politik kısıtlar, politika otoritesi ile özel sektör arasında politik çıkar çatışmaları yaratabilmektedir.

Teknolojik ve idari-politik kısıtların güvenilirlik üzerinde etkili olduğu kabul edilse de, oyun-teorik para politikası literatürü esas olarak stratejik kısıtlar üzerinde durmaktadır. Stratejik kısıtlar, özel sektör ile politika otoritesinin ekonomik kararlar açısından karşılıklı bağımlılıklarını vurgulamaktadır.

Güvenilirlik, para politikasının en önemli unsurudur. Güvenirliğin yüksek düzeyde varlığı ve bunun uzun süreli korunması para politikasının etkinliğini önemli ölçüde artırır. Çünkü enflasyonun önlenmesi para politikasının kamuoyu tarafından güvenilir bulunmasına yakından bağlıdır. Güvenirlik sağlandığı ölçüde de enflasyon bekleşileri kırılır. Şayet kamuoyu, para politikasının, politika uygulayıcılarının mevcut hedefleriyle uyuşmadığını biliyorsa, uygulanan politikaya inanmasını beklemek mümkün olmayacaktır. Ancak, makroekonomik modelin yapısının tüm ekonomik birimler tarafından bilinmesi, ilgili tüm ekonomik değişkenlerin gözlenebilmesi ve yine ekonomi üzerindeki çarpıklıkların tanımlanabilmesi durumunda, para politikasının güvenilirliği sorunu kolaylıkla çözümlenebilecektir (Flood, Isard, 1989, s.627).

Gerçekten güvenilirlik ile para politikasının belirlenen hedefler (örneğin fiyat istikrarı) yönünde başarılı olması arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Eğer merkez bankası fiyat istikrarının sağlanması konusunda kararlı olduğuna kamuoyunu inandırabilirse, bu durumda ücret sözleşmelerine ve faiz hadlerine ilişkin olarak oluşan ve enflasyon mücadelesini sosyal yönden maliyetli hale getiren enflasyon beklentileriyle uğraşmak zorunda kalmadığı için, görevi çok daha kolaylaşmış olacaktır (Oktar, 1998, s.14).

Dolayısıyla güvenilirlik, istenilen sonuçların alınmasında anahtar rol oynamaktadır. Eğer açıklanan anti enflasyonist politika güvenilirliği oluşturabiliyorsa, ekonomi dengesini yeni koşullara göre uyarlayacak ve enflasyon düşecektir. Aksine, enflasyonu düşürme politikası güvenilir değilse, enflasyonda ciddi bir düşme olmayacağı gibi ekonomide büyüme de doğal büyüme oranının altında gerçekleşecektir. Dolayısıyla güvenilirliği olmayan bir enflasyonu düşürme politikasının hem üretim hem de enflasyon maliyetleri söz konusu olacaktır. Bu bakımdan, uygulanacak makroekonomik politika, siyasi otoritenin hedefleri yanında, özel sektör beklentilerine de yer vermelidir. Zira, politika otoritesi ile özel kesim arasında karşılıklı bir ilişki söz konusudur. Özel sektör rasyonel olduğu varsayılan beklentilerini oluştururken, bugünkü politikaların gelecekte yaratacağı etkileri de dikkate almaktadır. Makroekonomik politika oluşum sürecinin, hükümet ile özel sektör arasındaki karşılıklı etkileşim sonucu belirleniyor olması, politikanın güvenilirliğini artıracaktır (Erdoğan, 1997, s.6).

1.2.2.Güvenilirliği Sağlamanın Araçları

Optimal politikaların zaman tutarsızlığını para politikasının taşıdığı enflasyonist eğilimin kaynağı olarak ortaya koyan çalışmalarda, hemen hemen istisnasız olarak, söz konusu eğilimi ortadan kaldırmaya yönelik çözüm önerileri üzerinde durulduğu söylenebilir. Politikaların zaman tutarsızlığının yarattığı güvenilirlik problemi temelinde gelişen çözüm önerilerinde, politika otoritesinin karşı karşıya olduğu güdü ve kısıtlar dikkate alınmaktadır. Para otoritesinin kandırma politikası izleme yönünde sahip olduğu güdülerin denetim altına alınması ve otoritenin karşı karşıya olduğu kısıtların değiştirilmesi, bu konudaki çalışmaların çıkış noktası olarak ifade edilebilir (Telatar, 2002, s.152-153).

Uygulanacak para politikasının güvenilirlik unsuru taşımasının gerekli olmasına karşın, bunu kısa zamanda sağlamak pek kolay olmamaktadır. Aksine güvenilirlik, hem etki hem de sonuç açısından zamana bağlıdır (Oktar, 1998, s.15). Çözüm önerileri, vurguladıkları noktalar açısından iki temel grupta incelenebilir: Politika otoritesinin sürpriz yapma güdülerini ortadan kaldırmaya ve güvenilirlik problemini çözmeye yönelik “inanılrlık” (reputation) mekanizmaları ve politika otoritelerinin politikalarını yürüttükleri kurumsal çerçevenin politikanın enflasyonist eğilimini ortadan kaldıracak şekilde düzenlenmesi (McCallum, 1996, s.20).

1.2.2.1.İnanılrlık Mekanizmaları

Para politikasının zaman tutarsızlık problemi hakkında yapılan ilk çalışmalarda, para otoritesinin hareket serbestisi kaldırılarak önceden bağlayıcı-sabit bir para arzı kuralını izlemeye zorunlu kılınması halinde sosyal refah maksimizasyonunun sağlanabileceği ileri sürülmekte ve kuralın yasalarda belirlenmesi önerilmektedir. Ancak, özellikle dışsal şokların varlığında, ortaya çıkabilecek her duruma koşullu (state-contingent) kuralların belirlenmesi mümkün olamayacaktır. Ayrıca bazı ülkelerde bağlayıcı-sabit politika ortamı mevcut olmadığı halde düşük enflasyon gözlenmektedir. Bu gözlem, zaman tutarsızlık problemini çözenin bağlayıcı-sabit politika ortamının yaratılması dışında da bazı yolları bulunabileceği düşüncesini yaratmaktadır. Rogoff (1987) zaman tutarsızlık problemine ilişkin ilk çalışmalarda politika oyununun tek dönemli olarak alınması nedeniyle güvenilirlik probleminin abartıldığını ifade etmektedir. Barro ve Gordon (1983b)'dan başlayarak, ekonomik politika oluşum

sürecinin politika otoritesi ile özel sektör arasında tekrarlanan ilişkilerle belirlendiği ve bu nedenle para politikasının tek dönemli bir oyun olarak düşünülmesinin gerçekleri yansıtmadığı ileri sürülmektedir. Tekrarlanan karşılıklı stratejiler, bugün fiilen izlenen politika ile gelecekte izlenmesi beklenen politika arasında bir bağlantı yaratmaktadır. Örneğin, içinde bulunulan dönemde yüksek enflasyon gözleyen özel kesim gelecekte de aynı politikanın yürütüleceğini düşünebilir. Özel kesim davranışlarını bu beklentiler doğrultusunda oluşturursa, uygulanan enflasyonu düşürme politikası gelecekte yaratması beklenen sonucu yaratmayabilir. Bu durumda, para otoritesi bir trade-off ile karşı karşıya kalmaktadır. İçinde bulunulan dönemde optimal bir politika seçimi, bu dönemde üretim cinsinden bazı faydalar sağlamasına karşın, gelecek dönemlerde inandırıcılığın kaybedilmiş olması gibi maliyetlere de yol açabilecektir. Gelecek dönemlerde ortaya çıkacak maliyetler para otoritesinin kandırma politikası izleme güdülerini hafifletebilmekte ve bu şekilde para otoritesinin inanılabilirlik ve uyguladığı politikaların güvenilirlik kazanmasına yardımcı olunabilmektedir (Erdoğan, 1997, s.18).

İnanılabilirlik mekanizmalarının önem kazandığı tekrarlanan oyunların temel özelliği, bugünkü ekonomik kararlarda, geçmiş dönemlerde elde edilmiş sonuçlar ile gelecekte ortaya çıkacak sonuçların da dikkate alınmasıdır. Çerçevesi bu şekilde çizilen tekrarlanan oyunlarda, tek dönemli oyunlardaki dönemlik optimizasyon ilkesi geçerliliğini yitirmekte ve bugün izlenecek politikaların gelecek dönemlerde yaratacağı etkilerin de dikkate alındığı bir dönemler arası optimizasyon problemine dönüşmektedir (Erdoğan, 1997, s.19).

Dönemler arası optimizasyon sürecinde, politika otoritesini gelecekte inandırıcılığını yitirmekten korkar hale getiren unsur, özel kesimin enflasyon eğilimini ortadan kaldırmaya yönelik olarak geliştirdiği cezalandırma stratejileridir (Waller, 1995, s.3). Bu modellerde, özel kesimin gelecekteki enflasyona ilişkin beklentilerinin geçmiş enflasyon deneyimleri tarafından belirlendiği varsayımı, yalnızca geçmişte kendilerini kandırmamış olan bir para otoritesinin enflasyonu düşürme politikalarına inanacakları; geçmişte kandırma politikası izlemiş bir otoriteyi ise açıklamalarına inanmayarak cezalandıracakları öngörülmektedir. Gerek özel kesim gerekse politika otoritesinin diğer tarafın hangi stratejileri seçeceği konusunda tam bilgiye sahip olduğu kabul edildiği ve bu şekilde belirsizlik tamamen dışlandıği için, kandırma politikası izleme eğilimindeki bir otorite inandırıcılığını bir kez kaybettikten sonra, bir daha asla kazanamamaktadır.

Tam bilgi varsayımının açıklanan özelliği, politika otoritesinin inandırıcılıktan yoksun olması halinde, ekonominin sürekli olarak dikey bir Phillips eğrisi üzerinde hareket edeceği ve dolayısıyla otoritenin özel kesim beklentilerini etkileyerek kendi amaçları doğrultusunda kullanabileceği bir ödünleme ilişkisinin var olmayacağı anlamına gelmektedir (Telatar, 2002, s.159).

Özel kesimin cezalandırma stratejisini benimseme olasılığının, para otoritesini önceden ilan ettiği politikaya bağlı kalacağı konusunda bir inandırıcılık kazanmaya yönelteceği ileri sürülmektedir. Dolayısıyla, pür bağlayıcı olmayan ortamdaki farklı olarak, politika otoritesinin içinde bulunulan dönem için enflasyon oranı tercihini yaparken, enflasyon beklentileri üzerinde gelecekte ortaya çıkacak etkilere de bir miktar ağırlık verdiği kabul edilmektedir. Politika otoritesinin gelecekte inandırıcılığını yitirme korkusu ve özel kesimin söz konusu korkuyu yaratan cezalandırma stratejileri, otoriteyi enflasyon oranını düşük tutmaya yöneltecektir (Telatar, 2002, s.159-160).

İnanılabilirlik mekanizmalarına dayalı modellerde, daha sonraları tam bilgi varsayımı yumuşatılmış ve belirsizlik olgusu da analize katılmıştır.

İçsel belirsizliğin olduğu para politikası modellerinde, genellikle, enflasyona ilişkin tercihleri açısından farklılaşan iki politika tipi olduğu varsayılmaktadır. I. tip politika otoritesi, enflasyonu düşük tutma konusunda bağlayıcı nitelikte kararlar alabilen “güçlü” otorite olarak ve II. tip politika otoritesi ise, bağlayıcı nitelikte kararlar alamayan ve sürpriz enflasyonun maliyetlerini faydalarına eşitleyecek şekilde bağlayıcı olmayan-ayarlanabilir politikayı tercih eden “zayıf” otorite olarak tanımlanmaktadır (Erdoğan, 1997, s.25-26).

Özel sektör politika otoritesinin düşük enflasyoncu (I. tip) veya yüksek enflasyoncu (II. tip) olabileceğinin farkında olmasına karşın, fiilen hangi tip otorite ile karşı karşıya olduğu konusunda tam bilgiye sahip değildir. Özel sektörün enflasyon politikası açısından para otoritesi veya hükümetin tipine ilişkin olarak başlangıçta verdiği ağırlık, bir önceki dönemde para otoritesi veya hükümetin izlemiş olduğu politikalara bağlı olacaktır (Telatar, 2002, s.161). Levine (1990)’e göre, özel sektörün para otoritesi veya hükümetin tipine verdiği bu ağırlık, otoritenin başlangıçta sahip

olduğu inanılrlık derecesini ifade etmektedir. İçsel belirsizlik modellerinde I. tip otoritenin her zaman için sıfır enflasyonu seçtiği varsayılmaktadır. II. tip politika otoritesinin enflasyon oranına ilişkin tercihi ise, özel sektör açısından belirli bir inanılrlığa verdiği öneme göre değişmektedir (Erdoğan, 1997, s.26; Waller, 1995, s.3).

Backus ve Driffill (1985 a,b)'de açıklanan içsel belirsizlik modellerinde, oyunun başlangıç döneminde politika otoritesinin sahip olduğu inanılrlık ne kadar yüksekse, beklenen enflasyon oranı da o kadar düşük olmaktadır. Burada özel sektörün beklentilerini, politika otoritesinin davranışlarını gözleyerek yeniden düzenlediği varsayılmaktadır. Gerçekten düşük enflasyoncu olan bir politika otoritesinin her zaman sıfır enflasyonu seçeceği varsayıldığı için, bir kez sıfırdan farklı bir enflasyon oranının gözlenmesi, politika otoritesinin gerçekte yüksek enflasyoncu olduğu şeklinde yorumlanacak ve daha sonraki dönemlerde özel sektör, beklentilerini bağlayıcı olmayan-ayarlanabilir politika kuralına göre oluşturacaktır. Dolayısıyla sıfırdan farklı enflasyon oranının gözlenmesi, politika otoritesinin inanılrlığını tamamen kaybetmesi anlamına gelecektir. Böyle bir ortamda, gerçekte yüksek enflasyoncu II. tip politika otoritesi açısından bir ikilem ortaya çıkmaktadır. II. tip politika otoritesi bir süre sıfır enflasyon politikası izleyerek belirli bir inanılrlık kazanabilir, çünkü özel sektör sıfır enflasyonu gözlemedikçe politika otoritesinin I. tip olmasına atfettiği olasılığı yükselecektir. Diğer bir ifadeyle, sıfır enflasyonun yaşandığı her yeni dönem, özel kesimin politika otoritesinin gerçekten I. tip olduğu hakkındaki inancını kuvvetlendirmektedir.

İçsel belirsizlik modelleri çerçevesinde yapılan çalışmalarda ekonominin belirli bir süre resesyon olgusuna katlanmak zorunda kalabileceği vurgulanmaktadır. Bunun nedeni, özel sektörün politika otoritesinin II. tip olmasına oyunun başlangıcından itibaren belirli bir olasılık yüklemesidir. Bu durumda politika otoritesi, gerçekten I. tip olması nedeniyle sıfır enflasyon politikası izliyor olsa bile, özel sektörün enflasyon beklentileri, belirsizlik nedeniyle, gerçekleşen enflasyon oranından daha yüksek olmakta ve ekonomi sürpriz deflasyonun yarattığı resesyon sürecine girmektedir (Waller, 1995, s.3).

Ekonomiyi etkileyen şokların dahil edildiği dışsal belirsizlik modellerinde ise, politika otoritesi ile özel kesimin stokastik bir oyuna katıldıkları varsayılmakta ve bilgi

yapısındaki asimetrinin, politika otoritesini şok hakkında sahip olduğu bilgiyi gizlemeye yöneltebileceği ileri sürülmektedir. Buna göre, politika otoritesi sahip olduğu özel bilgiyi kullanarak sürpriz enflasyon yaratabilir ve bu şekilde enflasyon-üretim trade-off'undan fayda sağlamayı tercih edebilir. Burada önemli olan nokta, politika otoritesi ile özel sektörün şoklara ilişkin sahip oldukları bilgi yapısının ne ölçüde benzeştiğidir. Her iki oyuncunun şoklar hakkında aynı bilgiye sahip olduğunun varsayıldığı simetrik bilgi modellerinde duruma-koşullu (state-contingent) kuralın uygulanması mümkün olduğu için, güvenilirlik problemleri çözülebilmektedir (Erdoğan, 1997, s.30). Canzoneri (1985)'e göre, simetrik bilgi yapısının varsayıldığı modellerde güvenilirlik probleminin çözümü son derece basit olmaktadır. Para otoritesi birkaç dönem için ideal politikayı izleyerek kendi başına bir inanılabilirlik oluşturabilir veya yasama organı ideal politika kuralını yasalaştırabilir ve para otoritesini buna uymaya zorlayabilir. Para otoritesinin şoklar hakkında özel bilgiye sahip olması durumunda ise, para otoritesinin ideal kurala bağlı kalıp kalmadığının şok gerçekleşmeden önce kanıtlanması mümkün değildir. Dolayısıyla bu durumda, para otoritesinin izleyeceği politikalara ilişkin yaptığı açıklamalar güvenilir olmayacaktır.

1.2.2.2.Kurumsal Düzenleme Yaklaşımı

Yukarıda açıklanan inanılabilirlik modelleri denge enflasyon oranlarının üretimde büyük değişkenlik pahasına düşürülebileceği bir çerçeve sunuyorlarsa da, bazı yönlerden eleştirilmektedir. Eleştirilerden ilki, uygulanacak sonsuz sayıda cezalandırma stratejisi olmasına rağmen, hangisinin kullanılması gerektiğinin (örneğin cezalandırma aralığının uzunluğu) açık olmamasıdır. İkincisi, çok sayıda stratejinin varlığı nedeniyle sürpriz politika karşısında özel sektörün, seçtiği stratejiyi bildirmek için davranışlarını koordine etme zorunluluğunda olmasıdır. İnanılabilirlik modellerine yöneltilen üçüncü eleştiri, bu yaklaşımın daha çok merkez bankacıların bireysel nitelikleri ve inanılabilirlikleri üzerinde durmasıdır. Oysa, gerçek yaşamda merkez bankası yöneticilerinin görev süreleri çok uzun olmayabilir. İnanılabilirlik yaklaşımı esas alındığı takdirde, merkez bankası yöneticileri değiştikçe politika açısından önemli bir belirsizlik ve değişkenliğin ortaya çıkması beklenecektir. Böyle bir sonucun gerçekleri yansıtmadığı düşüncesinden hareket eden kurumsal düzenleme yaklaşımında esas olarak üzerinde durulması gereken hususun merkez bankası yöneticilerinin kişisel inanılabilirlikleri değil, merkez bankasının bir kurum olarak inanılabilirliği olduğu ileri sürülmektedir (Waller, 1995, s.3-4).

Persson ve Tabellini (1993)'ye göre, geleneksel makroekonomik politika teorisinde para politikası dışsal olarak belirlenen bir süreç biçiminde alındığı için, kurumsal reform sorunlarını vurgulama konusunda fazla başarılı olunamamıştır. Makro ekonomik politikanın oyun teorik bir çerçevede ele alındığı modern yaklaşımda ise para politikası içsel bir süreç olarak alınmakta ve bu süreçteki kısa dönemli ve politik kökenli güdüler vurgulanarak, kurumsal düzenlemelerin incelenmesine uygun bir çerçeve sağlanmaktadır. Analizlerde para politikasının değiştirilmesinin güç ve maliyetli bir kurumsal çerçeveye oturtulmasının politika değişikliklerini güçleştirerek, izlenecek politikaya ilişkin açıklamalara duyulan güveni de artıracığı ileri sürülmektedir (Telatar, 2002, s.169).

Para politikasının yarattığı enflasyonist eğilimi ortadan kaldırmaya yönelik kurumsal düzenleme yaklaşımı iki temel grupta ele alınabilir: Para politikasını yürütme yetkisinin bağımsız bir merkez bankasına devredilmesini öneren yaklaşım ve oyun teorisindeki principal-agent kurgusunda geliştirilen sözleşme yaklaşımı (Fischer, 1995, s.201; Muscatelli, 1998, s.529).

1.2.2.2.1.Muhafazakar Merkez Bankası Başkanı ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Merkez bankası bağımsızlığının toplumsal refahı artıracacağı düşüncesi, 1990'lı yıllar boyunca yoğun tartışmalara konu olmuştur. Güvenilirlik problemine yönelik bir çözüm önerisi olarak merkez bankası bağımsızlığı, en basit anlamda, para politikasının kontrolünün siyasetçilerin elinden alınarak, dış politik baskılardan arındırılmış bir merkez bankacıya devredilmesini ifade etmektedir. Merkez bankası bağımsızlığı lehine argümanların, ampirik ve teorik olmak üzere, iki gerekçesi bulunmaktadır (Telatar, 2002, s.169-171):

Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra, sanayileşmiş ülkelerin çoğunda yüksek enflasyon uzun yıllar düşürülemezken, Almanya, Hollanda ve İsviçre gibi ülkelerde enflasyonist olmayan başarılı büyüme örnekleri sergilenmiştir. Merkez bankası bağımsızlığı konusuna verilen önem büyük ölçüde, bu ülkelerdeki merkez bankalarının siyasi otoriteden bağımsız oldukları yönündeki gözlemlere dayanmaktadır. Belirtilen gözlemler, merkez bankası bağımsızlığı ölçütleri ile enflasyon arasında

negatif korelasyonun varlığını gösteren ampirik çalışmalar tarafından da desteklenmiştir. Özellikle sanayileşmiş ülkeler bazında, yasal bağımsızlık ile enflasyon arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Bu çalışmaların bir kısmında, büyüme ile yasal bağımsızlık arasında bir ilişki bulunmadığına dair bulgulardan hareketle, merkez bankası bağımsızlığının sanayileşmiş ülkelere bir anlamda “bedava yemek” (free lunch) önerdiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, merkez bankası bağımsızlığı büyüme sürecine zarar vermeksizin daha düşük enflasyon oranları yaratacaktır.

Dışsal belirsizliğin bulunduğu bir ortamda, para politikasının enflasyonist eğilimini ortadan kaldırmaya yönelik kurumsal bir yaklaşım, enflasyonun istikrarına toplumun tercihlerini temsil ettiği düşünülen ve hükümetten daha büyük bir ağırlık veren “muhafazakar” (conservative) bir merkez bankası başkanının göreve getirilmesidir (Waller, 1995, s.5). Rogoff’un (1985) makalesi bu konuda klasik referanstır. Alesina ve Gatti (1995) tarafından da incelenen muhafazakar merkez bankacı yaklaşımında, bağlayıcı olmayan-ayarlanabilir enflasyon oranının politika otoritesinin üretimin istikrarına verdiği ağırlığa bağlı olarak arttığı ileri sürülmektedir. Söz konusu ağırlık arttıkça, istihdamda şoka bağlı olarak ortaya çıkan dalgalanmalar azalmaktadır. Bunun nedeni, para otoritesi açısından istihdam dalgalanmalarının maliyetinin artması ve bu maliyetlerin para otoritesini daha istikrarlı bir istihdam politikası izlemeye yöneltmesidir. Rogoff, toplumun gerçek tercihlerini formüle eden politika otoritesi veya hükümet ile para politikasını yürüten merkez bankası arasında bir ayırım yapmaktadır. Rogoff’un analizinin en önemli sonucu da bu noktada ortaya çıkmaktadır: Kayıp fonksiyonunda enflasyona toplumunkinden daha büyük ağırlık veren muhafazakar bir merkez bankacının atanması, sosyal refahı artıracaktır; ancak Fischer (1995b)’in de belirttiği gibi bu sonuca ulaşılması için merkez bankasına araç ve amaç bağımsızlığı verilmesi gerekmektedir. Bağımsızlığın taşıdığı önem, merkez bankasının politikalarına ilişkin olarak verdiği kararların siyasi otorite (hükümet) tarafından veto edilmesi olanağını ortadan kaldırmasından gelmektedir (Chang, 1998, s.8). Ancak bu yaklaşımda, merkez bankacının enflasyona verdiği ağırlığın sonsuz olmaması, yani, üretimin istikrarına da belli bir ölçüde önem vermesi gerektiği ileri sürülmektedir. Bu durumda, merkez bankası hedeflenen düzeyin üzerine çıktığı takdirde enflasyonu düşürmeye ve resesyon söz konusu olduğunda üretimi arttırmaya çalışacak ve bunu yaparken enflasyon ile üretim arasındaki trade-off’u da dikkate alacaktır. Gerçek

yaşamda karşılaşılan merkez bankacı tiplerinin, hem enflasyon hem de üretimin hedef düzeylerinden sapmalarına ağırlık veren bir görüntü çizdiği söylenebilir (Erdoğan, 1997, s.35).

Bu yaklaşım çerçevesinde enflasyona karşı duyduğu hoşnutsuzluk toplumdaki daha fazla olan “muhafazakar” bir merkez bankacının atanması optimal olsa da, yalnızca enflasyonla ilgilenen “aşırı-muhafazakar”, başka bir deyişle üretimin istikrarına “aşırı-kayıtsız” bir merkez bankacının atanmasının optimal olmayacağı belirtilmektedir. Bağımsız bir merkez bankacının atanması durumunda enflasyon, bağlayıcı olmayan-ayarlanabilir politika kuralının izlendiği duruma oranla daha düşük olmakta, ancak üretim daha değişken hale gelmektedir (Waller, 1995, s.5).

Muhafazakar bir merkez bankacı atanmasının bağlayıcı-sabit politika kuralına bir ikame olarak görülebileceği, ancak bunun tam bir ikame olmadığı söylenebilir. Bağlayıcı-sabit politika ortamında beklenen kayıp, optimal olarak seçilmiş muhafazakar merkez bankacının olduğu bağlayıcı olmayan politika ortamındaki kayıptan daha düşük olarak gerçekleşmektedir (Erdoğan, 1997, s.36). Persson ve Tabellini (1990)’ye göre, bağımsız bir merkez bankacının atanması, bağlayıcı olmayan-ayarlanabilir kural ile sabit-basit kuralın bir bileşimi olarak görülebilir. Başka bir deyişle, optimal bulunarak seçilen muhafazakar merkez bankacı yaklaşımı, güvenilirlik ile esneklik arasında denge kurmaya yönelik bir çaba olarak değerlendirilebilir.

Flood ve Isard (1989) ile Lohmann (1992), merkez bankasına tam bağımsızlık verilmesinin sosyal açıdan optimal olmadığını; bazı durumlarda muhafazakar merkez bankacının görevden alınmasıyla veya verdiği kararların tanınmamasıyla üretime istikrar kazandırmanın fayda sağlayacağını ileri sürmektedirler. Bu yaklaşımda esas olarak merkez bankalarına kısmi bağımsızlık verilmesi savunulmakta, dışsal şokların belirli bir büyüklüğü aşması ve üretimdeki dalgalanmaların katlanılamaz boyutlara ulaşması durumunda enflasyon politikasının hükümet tarafından belirlenmesinin, üretimde meydana gelen dalgalanmaların sosyal refahta yaratacağı olumsuz etkileri azaltacağı ileri sürülmektedir. Lohmann (1992), beklenmedik durumlar için esnek bir politika tepkisine olanak tanıyan, ancak normal zamanlarda düşük enflasyon politikasının izlendiği, güvenilir bir merkez bankacılığı kurumunun oluşturulmasını

savunmaktadır. Kısmi bağımsızlığa sahip merkez bankacının, politikanın enflasyonist eğilimini azaltırken üretim şoklarının etkisini daha az giderdiği görülmektedir. Üretimde ortaya çıkan istikrarsızlığın yarattığı kayıp, şokun büyüklüğüne bağlı olarak artacaktır. Lohmann'a göre, politika otoritesi pozitif, ancak sonlu bir maliyet ödeyerek merkez bankasının kararlarını veto etme (overriding) seçeneğine sahip olduğu takdirde, merkez bankasını bağlayıcı-sabit ve bağlayıcı olmayan-ayarlanabilir enflasyon oranının bir bileşimi olan politika kuralını izlemeye yöneltebilecektir. Burada merkez bankasını saf dışı bırakma karşılığında hükümetin ödeyeceği maliyetin, şokun büyüklüğüne bağlı olarak azalması gerektiği düşünülmektedir. Bu şekilde, bir yandan para otoritesinin kandırma politikası izleyerek veya sahip olduğu özel bilgiyi gizleyerek enflasyon-üretim trade-off'undan bir fayda elde etmeye çalışmasının engelleneceği; diğer yandan da hükümetin siyasi bazı amaçlar uğruna merkez bankasının bağımsızlığına zarar vermesinin önleneyeceği ileri sürülmektedir.

Merkez bankası bağımsızlığının, enflasyonu düşürme politikasına güvenilirlik kazandırmanın yanısıra, siyasetçilerin davranışlarına bağlı olarak ortaya çıkan politika dalgalanmalarını da azaltabileceği savunulmaktadır. Burada vurgulanan temel husus, siyasetçilerin doğrudan kontrolü altında olması halinde, para politikasının aşırı değişkenliğe maruz kalabilmesi ve bu şekilde ortaya çıkan belirsizliklerin maliyet yaratmasıdır (Waller, Walsh, 1996, s.1140).

Uygulanacak para politikasının güvenilirliğini sağlamada, merkez bankasına bağımsızlık verilmesinin yanısıra, merkez bankası başkanının görevde uzun süre kalmasının sağlanması da önem taşımaktadır. Oysa bilindiği gibi, uygulamada genellikle merkez bankası başkanlarının görev süreleri çok uzun olmamaktadır. Merkez bankası başkanlarının, hükümetler değiştikçe görevden alınmaları bir teamül haline gelmiştir. Bunun bir sonucu olarak merkez bankası başkanı değişimi yaşandıkça, uygulanacak politika açısından bir belirsizliğin ve değişikliğin ortaya çıkması beklenecektir. Bu bakımdan merkez bankalarına bağımsızlık verilmesinin yanında, merkez bankası başkanlarının uzun süre görevde kalmalarının garanti edilmesi, açıklanmış para politikasının güvenilirliğini; daha kısa görev süreleri için seçilmiş yetkililer tarafından kontrol edilen para politikasına oranla daha çok artıracaktır (Oktar, 1998, s.15-16; Tuladhar, 2005, s.11).

1.2.2.2.2.Sözleşme Yaklaşımı

Bu yaklaşımda, merkez bankası başkanı ile, maaşını veya banka bütçesini gayri safi milli hasıla (GSMH) ve enflasyon oranı gibi belli başlı makroekonomik değişkenlerin performansına göre belirleyen bir performans sözleşmesi yapılması önerilmektedir (Waller, 1995, s.5; Chang, 1998, s.8). Bu önerinin gerisindeki temel düşünce, uygun finansal güdülerin verilmesi halinde, merkez bankası başkanının düşük enflasyon yaratmaya yönlendirilebileceğidir. Enflasyonu düşürme çabalarında üretimdeki istikrarın görmezden gelinmesinin gerekmediği konusundaki vurgu, bu öneriyi alternatiflerinden ayırmaktadır (Telatar, 2002, s.175).

Rogoff (1985)'un muhafazakar merkez bankacı yaklaşımı ile birlikte Walsh (1995) ve Persson ve Tabellini (1993) tarafından geliştirilen sözkonusu principal-agent yaklaşımı, merkez bankalarının bağımsızlığı argümanının temelini oluşturan teoriler niteliğindedir (KiBmer, Wagner, 1998, s.11-12).

Kydland ve Prescott (1977) ile Barro ve Gordon (1983a) çerçevesinde genişleyen literatürdeki temel düşünce, merkez bankalarının karşı karşıya oldukları güdülere tepki göstermesidir. Mevcut çalışmaların çoğunluğunda güdü problemi, çok sayıda principal (ekonomideki özel kesim karar birimleri) ile tek bir agent'ın (merkez bankası) oluşturduğu bir problem olarak görülmektedir. Burada, principal'lar agent'ı seçebilmekte, fakat agent'ın amaç fonksiyonunu belirleyememektedirler. Ancak uygulamada, para politikasını yürütmekle görevli agent'ların doğrudan halk tarafından seçildiği kurumsal yapıya sahip bir ülke bulunmadığı da söylenebilir. Demokratik rejime sahip ülkelerde, halk seçim sistemi aracılığıyla bir hükümet seçmekte ve merkez bankası başkanı bu hükümet tarafından atanmaktadır. Dolayısıyla, para politikası çok aşamalı bir principal-agent problemini içermektedir (Erdoğan, 1997, s.38). Rogoff (1985), Lohmann (1992) ve Waller (1995), hükümetin merkez bankası başkanını nasıl seçtiği üzerinde durmaktadır. Burada hükümet, her biri enflasyon ve üretimdeki dalgalanmalar hakkında farklı tercihleri olan potansiyel merkez bankacılar grubu içinden seçim yapmaktadır. Hükümet tercihini, para politikasının uygulanması sonucu beklenen faydasını maksimize edecek şekilde yapmaktadır. Merkez bankacının kayıp fonksiyonunda üretimin istikrarına verdiği ağırlık toplumun verdiği ağırlıktan daha

düşük ise, arz şoklarının neden olduğu istikrarsızlık tam olarak giderilememekle birlikte, politikanın enflasyonist eğilimi azaltılabilmektedir (Walsh, 1995, s.150-151).

Principal-agent problemi çerçevesinde geliştirilen sözleşme yaklaşımında, hükümetin merkez bankasının amaç fonksiyonu ve güdülerini çeşitli şekillerde etkileyebileceği ileri sürülmektedir. Örneğin, Lohmann (1992), ekonomi çok büyük bir şokla karşılaştığında hükümetin merkez bankasını devre dışı bırakabileceğini göstermekte; Rogoff (1985) para otoritesinin bütçesinin bir kurala bağlı kılınması yoluyla hedefleme (targeting) süreçlerinin işletilebileceğini; benzer şekilde Garfinkel ve Oh (1993), para otoritesini belirlenen hedeflere ulaşamadığı takdirde cezalandırma yoluyla, hedefleme kuralının işletilebileceğini ileri sürmektedir. Bu tip kurumsal düzenlemeler aracılığıyla, merkez bankasının hükümetle olan ilişkisinin, bir çeşit sözleşmeyi temsil ettiği düşünülebilir. Bu durumda para politikası, hükümetin merkez bankasına önerdiği sözleşme aracılığıyla yürütülmektedir. Bu yaklaşımda sözleşme, iyi tanımlanmış hedeflere sahip olan toplum (principal) tarafından, merkez bankasını (agent) kendi yararına hareket etmeye güdüleyecek şekilde hazırlanmaktadır (Erdoğan, 1997, s.38-39).

Sözleşme yaklaşımı, toplumun tercihlerini yansıtan hükümetin merkez bankası yönetimine önereceği optimal sözleşmenin ne olduğu sorusunu gündeme getirmektedir. Diğer bir deyişle, merkez bankası başkanları belli güdülere göre davranıyorlarsa, hükümetin merkez bankası başkanlarını ne şekilde motive etmesi gerektiği sorusunun yanıtlanması gerekmektedir (Chang, 1998, s.8; Walsh, 1995, s.151). Walsh (1995), optimal sözleşmeleri incelemek için, enflasyon ile merkez bankasının politika enstrümanını birbirinden ayırmanın faydalı olacağını belirtmektedir. Politika enstrümanı olarak, örneğin baz para gibi, merkez bankasının doğrudan kontrol ettiği bir parasal büyüklüğün büyüme oranı alınmaktadır. Para politikasının hükümetin tercihlerini paylaşan, ancak aynı zamanda hükümetten bir gelir elde eden bağımsız bir merkez bankacı tarafından yürütüldüğü varsayılmaktadır. Buna göre merkez bankası politika enstrümanını, gerek elde edeceği geliri gerekse enflasyon ile üretimdeki dalgalanmaların yaratacağı sosyal kaybı dikkate alarak kullanacaktır. Bu yaklaşım çerçevesinde ortaya konulan önemli bir sonuç, optimal olarak seçilen sözleşmenin, merkez bankasının şoka ilişkin bilgisini yanlış aktarma güdüsünü ortadan kaldırmasıdır. Hükümetin merkez bankası ile mali ödülleri enflasyon oranına negatif olarak bağlı

hale getiren bir sözleşme yapması durumunda kurallara dayalı-bağlayıcı olmayan politika sonucuna ulaşılabileceği, sözleşme yaklaşımında da gösterilmektedir. Politika ortamının bağlayıcılık taşımama niteliği, sözleşmede merkez bankası güdülerini etkileyen ödül-ceza sistemi yer almadığı zaman merkez bankasının bağlayıcı olmayan-ayarlanabilir politika kuralını uygulamayı tercih etmesinden kaynaklanmaktadır. Sözleşmede yer alan ceza sistemi, öngörülen enflasyon hedefi aşıldığı takdirde merkez bankası başkanının görevden alınması (Yeni Zelanda'da olduğu gibi) şeklinde işletilmektedir. Sözleşme yaklaşımı çerçevesinde toplum ile aynı kayıp fonksiyonuna sahip bir merkez bankası başkanının atanması ve enflasyon oranına bağlı olarak gerektiğinde cezalandırılması yoluyla toplum, birinci en iyi çözüme ulaşabilmektedir.

Yukarıda ulaştığı genel sonuçlar verilen modern makroekonomik politika teorisi, son zamanlarda varsayımları açısından sorgulanmaktadır. Bu açıdan en önemli eleştirinin McCallum (1995) tarafından getirildiği söylenebilir. McCallum'un ilgili literatüre yönelttiği birinci eleştiri, modeldeki farklı parametreler tarafından belirlenmeleri nedeniyle esneklik ile güvenilirlik arasında zorunlu bir trade-off'un olmadığı şeklindedir. McCallum'un ikinci eleştirisi, sözleşme yaklaşımının zaman tutarsızlık problemine çözüm getirmediğidir. Hükümet sözleşmenin gereklerini yerine getirmek zorunda olduğu halde, böyle davranmama imkanına sahiptir. Örneğin, işsizlik hükümetin arzuladığı seviyeden daha yüksek gerçekleştiğinde, hükümet bazı ek mali ödüller düzenleyerek, merkez bankasını genişletici politika izleyip kendisine eşlik etmeye tercih edebilir. Bu koşullarda, optimal bağlayıcı politikanın sözleşme yoluyla yürütülmesi mümkün olmayacaktır.

1.3.Güvenilirliğin Sağlanmasında Ara Hedef Seçimi

Zaman tutarsızlığı probleminin yarattığı enflasyonist eğilimin ortadan kaldırılabilmesi için, daha basit bir ifadeyle güvenilirliği sağlamak için, önceden ilan edilen kurallara göre yürütülen bir para politikası stratejisine gereksinim olduğu konusunda ekonomi çevrelerinde genel bir görüş birliği oluşmuştur.

1980'li yıllardan bu yana, öncelikle fiyat istikrarını sağlamak üzere düzenlenmiş olan para politikalarının yürütülmesinde güvenilirliğin ve inanılabilirliğin temin edilmesi önemli hale gelmiştir. Çünkü güvenilirliği ve inanılabilirliği olmayan para politikaları ile enflasyonla mücadele edilmesi mümkün değildir. Her şeyden önce, enflasyon

beklentilerinin kırılması bu mücadelenin temelini oluşturur. Dolayısıyla, burada, para politikasının yürütülmesinde ekonomik birimlere politikanın işleyişiyle ilgili gerekli sinyalleri verecek ve politikanın değerlendirilmesine yönelik enformasyonu sağlayacak ara hedef seçimi önem kazanmaktadır.

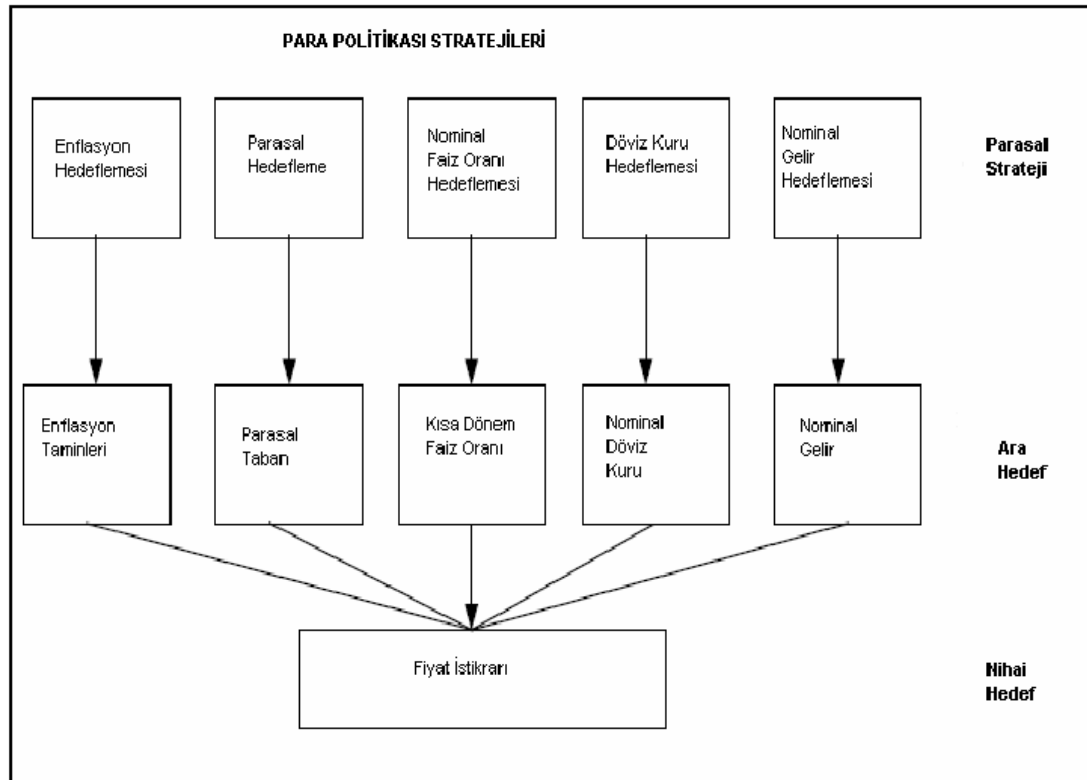
Para politikaları genellikle beş hedef çerçevesinde birarada ya da ayrı ayrı olarak uygulanmaktadır. Bunlar faiz oranlarının, cari milli gelirin, kurların, parasal büyüklüklerin ve doğrudan enflasyonun hedeflendiği uygulamalardır (Karasoy ve diğerleri, 1998, s.3). Bunların yanı sıra, Mishkin (1999), dünyada uygulanmakta olan, açıklanmayan ancak kullanılan örtülü (implicit) nominal çıpa hedeflemesi rejiminin varlığından da söz etmektedir. Bu tür rejimlerin genel amacı fiyat ve kurda istikrar sağlamak, kur ve enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkilemektir (Keyder, 2003, s.447).

Bu rejimlerde, beklentiler üzerinde hangi nominal değer çıpa olarak kullanılması gerektiği hususunda iki farklı yaklaşım söz konusudur. Birincisi, döviz kuru, parasal bir büyüklük, faiz oranı gibi ara hedef değişkenlerin hedeflenmesini, ikincisi de nominal milli gelir veya enflasyon gibi nihai bir amaç değişkeni üzerine hedef konulmasını öngörmektedir.

Telatar (2002)'a göre, nihai bir değişkenin hedeflenmesinin temel avantajı, yaşamlarını doğrudan etkileyen ve anlaşılır buldukları bir değişken üzerine hedef konulması nedeniyle, insanların fiyat istikrarını sağlama sürecinde ortaya çıkacak maliyetlere katlanma konusunda ikna edilmelerinin görece kolay olmasıdır. Ara hedefleme stratejisinin temel avantajı ise, bu tip hedeflere ulaşılmasının görece hızlı ve kolay olmasıdır.

Cukierman (1996)'a göre, hedef değişken olarak seçilecek büyüklüklerin belirlenmesinde şu hususlar gözönüne alınmalıdır: a) değişkenin kontrol edilebilmesi nispeten kolay olmalıdır, b) hedef değişken olarak seçilecek büyüklükle ilgili veriler güvenilir, anlaşılabilir ve hızlı bir şekilde elde edilebilir olmalıdır, c) toplum tarafından kolaylıkla izlenebilir olmalıdır, d) nihai ve uzun dönemli hedefle ilişkisi yüksek olmalıdır, e) mümkün olan en kısa sürelerde izlenebiliyor olmalıdır ve f) ekonomideki diğer amaçları engelleyen veya perdeleyen nitelikte olmamalıdır. Fischer (1996) ise

seçilecek değişkenin, nihai hedefle tutarlı ve istikrarlı bir ilişkisinin olması ve bu değişkenin, para otoritesi tarafından doğrudan ve etkin bir biçimde kontrol edilebilmesi gerektiğini ileri sürmektedir.



Şekil 1. Para Politikası Stratejileri

1.3.1. Faiz Haddi Hedeflemesi

Faizler ara hedef olarak alınırken, hedeflenen enflasyon oranı ile tutarlı bir harcama ve üretim büyüklüğünü sağlayacak faiz düzeyi hedeflenmeye çalışılmıştır (Karasoy ve diğerleri, 1998, s.3). Bilindiği gibi faiz oranı siyasi müdahalelere oldukça açık bulunan bir değişkendir. Şayet merkez bankaları bağımsız değilse, faiz oranlarının ara hedef olarak etkin biçimde yönlendirilebilmesi güçleşecektir. Bu bakımdan faiz oranının enflasyon için iyi bir gösterge olabilmesi bağımsız bir merkez bankasının varlığıyla gerçekleşebilir. Zira, para politikasının, siyasi ifadenin çıkarları yönünde kullanılması amacıyla gelebilecek telkin ve taleplere, ancak bağımsız bir merkez bankası karşı koyabilir. Aksi halde, baskılara açık bir faiz politikası hedef değişken gücünü yitirir (Oktar, 1998, s.25).

Monetarist iktisatçılar tarafından da savunulduğu gibi, faizin oynak bir parametre olması, kısa dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisinin zayıf olması, uzun dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisi olmasına rağmen, merkez bankasının kontrolünde olmaması, faizlerin ara hedef olarak alınmasını güçleştirmiştir. Çünkü, böyle bir durumda iktisadi bireylere yanlış bilgi akışı söz konusu olacaktır. Kaldı ki, faiz oranlarının istikrara kavuşması parasal hedefin istikrara kavuşması anlamına gelmez. Nominal faizler istikrar içindeyken fiyat bekleyişlerinin değişmesi sonucu reel oranlar değişebilir ve dengeler bozulabilir (Karasoy ve diğerleri, 1998, s.3; Oktar, 1998, s.25-26).

Bu nedenlerden dolayı, faiz oranının bir ara değişken olarak değeri sınırlıdır ve pek anlamlı değildir. Nitekim, birçok ülkede para politikasının ara hedefi olarak seçilen faiz hadleri beklenen sonuçları vermemiştir.

1.3.2.Nominal Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) Hedeflemesi

Nominal GSYİH hedeflemesi uygulaması itibariyle enflasyon hedeflemesine benzemekte, Hall ve Mankiw (1994) tarafından etkin bir alternatif rejim olarak görülmektedir. Bu politikada hedef, fiyatların yanında nominal bir GSYİH düzeyidir. Merkez bankası projeksiyon niteliğindeki reel büyüme hedeflerindeki değişmelere enflasyon hedefini değiştirerek cevap vermektedir. Böylece istenen reel büyüme hedeflerine ulaşmayı amaçlamaktadır. Bir nominal gelir hedeflemesi durumunda, planlanan reel çıktı artışındaki bir azalma, merkez bankasının enflasyon hedefinde otomatik olarak bir artış demektir. Nominal gelir artışını istikrarlı kılmaya yönelik politikalar, enflasyonun kontrol altına alınmasındaki ve tahminindeki güçlükler dikkate alındığında daha olumlu ekonomik sonuçlar yaratabilir (Bernanke, Mishkin, 1997, s.110-111).

Nominal gelir hedeflemesi; merkez bankası veya hükümet tarafından belirlenen nominal geliri, belli bir rotada tutmaya çalışan ve makro ekonominin diğer kolları tarafından da desteklenen bir para politikasıdır (Öztürk, 2003, s.44). Burada, nominal gelir için merkez bankası tarafından bir hedef aralığı ilan edilir. Fakat, nominal gelir merkez bankasının doğrudan kontrolü altında olmadığı için, her dönem ilan ettiği GSYİH hedefinin, en yakın seviyede gerçekleşmesini sağlayacak parasal tabanı ya da para stokunu yeniden hesap etmesi gerekmektedir. Merkez bankası, nominal gelir

büyüme hedefi koyarak, enflasyon ile üretim arasında otomatik bir trade-off meydana getirmektedir. Şayet enflasyon oranı yüksek olursa nominal gelir büyüme hedefi, merkez bankasının enflasyonun olmadığı duruma göre daha düşük bir üretim amaçlayacağını belirtir. Merkez bankası tarafından bir nominal gelir hedefi belirlenmesi durumunda, şayet hedef tutturulamazsa bunun tek sorumlusu olarak merkez bankası gösterilemeyecektir. Çünkü, burada maliye politikası ya da arz yanlı şoklar da en az para politikası kadar sorumludur (Dornbusch, Fischer, 1998, s.430).

Nominal gelir hedeflemesinin, olumlu tarafları olduğu kadar genel kabul görmüş bazı dezavantajları da bulunmaktadır:

- İlk sorun, nominal gelirin para otoriteleri tarafından kolaylıkla kontrol edilememesi ve nominal gelir hedefinin gerçekleşmesinde para politikasının değerlendirilmesi için daha uzun zaman dönemi gerektirmesidir. Yani, nominal gelir hedeflemesinde istenmeyen gelişmelerin olması halinde, bu durumun ancak belirli bir süre sonra anlaşılacağı ve bununla ilgili olarak uygulanacak düzeltici politikaların ve kullanılacak araçların etkilerinin de yine belirli bir süre sonunda ortaya çıkacağı için, bu politika uygulamada zorluk yaratma potansiyeli içermektedir (Öztürk, 2003, s.45).
- İkinci sorun, nominal gelir hedeflemesinin, merkez bankasını ya da hükümeti potansiyel nominal gelir artışı için sayısal bir değer açıklamaya zorlamasıdır. Bu oldukça problemlidir çünkü, potansiyel nominal gelir artışı ile ilgili tahminler kesin olmaktan uzaktır ve zaman içinde değişiklikler gösterebilir. Dolayısıyla, politikacıların emin olmadıkları halde, potansiyel nominal gelirin artışı ile ilgili belirli bir sayısal rakam ilan etmeleri, halkın yanlış bir şekilde bu rakamın kesin ve sabit bir hedef olduğunu düşünmesine yol açabilir (Mishkin, Posen, 1997, s.6-7).
- Üçüncü sorun, merkez bankasının para miktarı ile ilgili verilere haftalık ve faiz oranı ile ilgili verilere günlük olarak ulaşılabilirken, nominal gelire ilgili verileri yeterli sıklıkta elde edememesidir. Bundan dolayı, nominal gelir hedeflemesi zaman açısından bir dezavantaja sahiptir (McCallum, 1996, s.24-25).
- Bir diğer sorun da, merkez bankasının çok büyük oranda enformasyona ihtiyaç duymasıdır. Çünkü, nominal gelirin hedeflenen düzeyde kalabilmesi için ne

kadar para hacminin yeterli olacağını belirlenmesinde, merkez bankası para arzı, toplam talep ve nominal gelir arasındaki bağlantıları tam olarak anlayıp kontrol edebilmelidir (Parasız, 1998, s.78). Diğer taraftan, nihai hedefin fiyat istikrarı olduğu düşünüldüğünde, nominal gelir hedeflemesi, bu hedefle çelişebilecek sonuçlar da verebilir.

Fakat bu stratejiyle ilgili asıl sorun henüz, gelişmiş veya gelişmekte olan hiçbir ekonomide uygulamada denenmemiş olmasıdır. Dolayısıyla, sonuçlarıyla ilgili olarak kesin şeyler söylemek son derece zordur (Öztürk, 2003, s.46).

1.3.3.Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, bir ülkenin ulusal para biriminin değerini, istikrarlı ve enflasyon oranının düşük olduğu başka bir ülkenin para birimine ya da ülkenin ağırlıklı olarak ticaret yaptığı ülkelerin para birimlerinden oluşan bir para sepetine bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir (Mishkin, Posen, 1997, s.14).

Döviz kuru çıpasına dayalı parasal stratejiler, katı döviz kuru hedeflemesi (hard exchange-rate peg) ya da yumuşak döviz kuru hedeflemesi (soft exchange-rate peg) şeklinde uygulanabilir (Mishkin, Savastano, 2001, s.416).

Yumuşak döviz kuru hedeflemesi, ayarlanabilir kur rejimini ifade etmektedir. Bu sistemde, enflasyonu kontrol altında tutmak amacıyla, ulusal paranın değeri güçlü bir paraya bağlanarak belirli bir bant içerisinde dalgalanmaya bırakılır (Erdoğan, 2005, s.35).

Katı döviz kuru hedeflemesi stratejisinin iki tür uygulaması vardır: Tam dolarizasyon (tam parasal ikame) ve para kurulu. İlkinde, ülkenin ulusal parası tamamen ortadan kaldırılarak yabancı bir para birimi (genellikle dolar) yasal ödeme aracı olarak kullanılırken, para kurulu uygulamasında ülke parası, enflasyon oranı düşük bir ülke parasına (dolar veya mark gibi) birebir eşitlenir. Burada amaç, özellikle ticarete konu olan mallarda, sabit kur nedeniyle fiyat istikrarını sağlamaktır. Böylece kısa sürede enflasyon düşürülebilmektedir (Keyder, 2003, s.447-448).

Sabit ya da önceden belirlenmiş döviz kuru rejimleri enflasyonu düşürme çabası içinde olan ülkeler tarafından tercih edilmektedir. Özellikle güvenilirlik problemi olan merkez bankaları, önceden belirlenmiş döviz kurunu çıpa olarak kullanmak suretiyle ulusal paranın ayarlandığı yabancı paranın güvenilirliğini kullanmaktadırlar. Fiyat istikrarının sağlanmasında söz konusu rejim uygulamalarında başarılı sonuçlar alınmış olmakla birlikte, bir çok ülke önceden belirlenmiş döviz kuru sistemini uygularken çok sayıda hedefin tek bir araca bağlanması problemi ile karşı karşıya kalmıştır. Hedefler arasındaki uyumsuzluklar ve yaşanan şoklar mevcut döviz kuru rejimlerinin terk edilmesine ve devalüasyonlara sebep olmuştur (Türkiye Bankalar Birliği, 2001, s.2).

Döviz kuru rejimlerinin başarılı olabilmesi için bazı önkoşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. İlki, kamu kesimi dengelerinin sağlanması ve merkez bankaları tarafından kamu kesimine verilen kredilerin sınırlandırılmasıdır. Aksi takdirde, para tabanında gözlenecek artışlar, döviz talebine ve dolayısıyla rezerv kaybına neden olacaktır. İkincisi, kur politikasının herhangi bir zamanda maruz kalabileceği sorunların en aza indirilebilmesi amacıyla ekonomideki yapısal aksaklıkların giderilmesidir. Sonuncusu ise, güvenilirliğin artırılmasına yönelik olarak para politikasının kurula dayalı olarak belirlenmesidir (Alper, 2003, s.9).

Döviz kuru hedeflemesi, diğer para politikası stratejileri ile karşılaştırıldığında birtakım avantaj ve dezavantajlara sahiptir. Avantajlarını şu şekilde sıralamak mümkündür:

- İlki, ölçüm probleminin olmamasıdır. Döviz kuru ile ilgili veriler hemen ve her zaman kolaylıkla elde edilebilir (Öztürk, 2003, s.29).
- Telatar (2002)'a göre döviz kuru hedeflemesinin temel avantajlarından birisi, politikaya yönelik taahhütlerin yeterince güçlü olması koşuluyla, zaman tutarsızlık problemini ortadan kaldıran bir nominal çıpa sağlıyor olmasıdır. Güçlü bir taahhüdün yapıldığı döviz kuru sabitleme stratejisi, yerli parada değer kaybetme eğilimi karşısında para politikasını sıkışmaya ve değer kazanma eğilimi karşısında gevşemeye zorlayan otomatik bir para politikası kuralını ifade etmektedir. Bu durumda merkez bankası, zaman tutarsızlık problemi yaratacak şekilde üretim kazançları sağlamak amacıyla genişletici politika izleme serbestisine sahip olmamaktadır.

- Üçüncü olarak, döviz kuru hedeflemesi, sadelik ve açıklık avantajına sahiptir. Halk tarafından kolayca izlenebilir ve anlaşılabilir (Malatyalı, 1998, s.3). İktisadi birimlerin politika beklentilerinin etkilenmesi açısından uygulanmakta olan stratejinin basit ve açık olması son derece önem taşımaktadır. Çünkü, yeterli açıklıkta ve basitlikte olmayan bir stratejinin beklentileri etkileme gücü oldukça sınırlı kalmaktadır.
- Dördüncü avantajı, döviz kuru hedeflemesi, enflasyon oranını uluslararası ticarete konu olan mallar için sabitler ve böylece enflasyonu kontrol altında tutmak için doğrudan katkıda bulunur (Kadıoğlu ve diğerleri, 2000, s.5).
- Yüksek enflasyon sorunu yaşayan bir ülke, ulusal parasının değerini düşük enflasyon oranına sahip güçlü bir ülkenin parasına bağladığında, ister bütçe açıklarından isterse de ücret ve fiyat politikalarından kaynaklansın, enflasyonist eğilimleri baskılama olanağı elde eder (Obstfeld, Rogoff, 1995, s.76).

Fransa ve İngiltere'deki uygulamalar, döviz kuru hedeflemesinin, enflasyonu düşürme konusunda etkin bir para politikası aracı olduğunu göstermektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde sıkça uygulanan döviz kuru hedeflemesi rejimi uygulamanın ilk dönemlerinde genellikle başarı göstermesine rağmen Arjantin gibi bazı ülkelerde ise krizlerle sonuçlanmıştır.

Döviz kuru hedeflemesinin dezavantajları ise şöyle özetlenebilir:

- Döviz kuru hedeflemesinin önemli dezavantajlarından birisi, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki finansal kırılganlığı arttırması ve ekonomiyi finansal krizlere açık hale getirmesidir (Kadıoğlu ve diğerleri, 2000, s.6).
- İkinci dezavantajı, Obstfeld ve Rogoff (1995)'un vurguladığı gibi döviz kuru hedeflemesi yapan ülkenin parasının, spekülasyon ataklara açık hale geleceği, bunun da ekonomik istikrarı bozacağı ve güvensizlik yaratacağı şeklindedir.
- Üçüncüsü, döviz kuru hedeflemesinin ülkede para politikasının bağımsızlığının kaybolmasına yol açtığı şeklindedir (Mishkin, 1999, s.4). Telatar (2002)'a göre, dışa açık sermaye piyasalarına sahip ülkelerdeki faiz oranları, ilgili yabancı ülkedeki oranlar ile daha yakın ilişkili hale gelmekte ve para yaratım süreci de yine ilgili yabancı ülkedeki para arzı artışlarına bağlanmaktadır. Dolayısıyla,

döviz kurunu sabitlemiş ülke, para politikasını ilgili yabancı ülkedeki şoklardan bağımsız olarak meydana gelen yurtiçi şoklara tepki verecek şekilde kullanma yeteneğinden yoksun kalmaktadır.

- Döviz kuru hedeflemesi ulusal para biriminin değerini son derece katı bir biçimde sabitler. Bu, döviz kuru riskini azaltarak hem bankacılık sektörünü hem de toplumun diğer kesimlerini döviz cinsinden borçlanmaya teşvik eder. Ancak, olası bir kriz sonucu ekonomik programın başarısız olması ve devalüasyon yapılması bankaların mali yapılarında bozulmalara neden olabilecektir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, bankacılık sektörünün zayıf olması nedeniyle döviz borçlarının risklere karşı yeterince korunamamasından dolayı devalüasyon bilançoları daha da kötüleştirebilecektir. Ayrıca, devalüasyon beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarını da yükselteceğinden faiz oranlarını arttırarak yurt içi firmaları zor duruma düşürebilecektir. Sonuç olarak, artan faiz oranları ve risk, şirketlerin ve bankaların bozulan bilanço yapıları, Meksika ve Asya örneklerinde olduğu gibi ülkeyi resesyona sürükleyebilecektir (Usta, 2003, s.13).
- Oktar (1998)'a göre, döviz kuru hedeflemesinin diğer bir dezavantajı da, reel döviz kurunu aşırı değerlendirerek ihracat aleyhine ithalatın artmasına ve böylece cari açık sorunlarına neden olmasıdır.
- Döviz kuru hedeflemesine yöneltilen son bir eleştiri de, günlük bazda para politikasının yapısı hakkında sinyal işlevi gören döviz kuru piyasasının bu fonksiyonunu ortadan kaldırması ve böylece politika belirleyicilerinin, kamuoyuna hesap verebilirliğini azaltmasıdır (Mishkin, 1999, s.10).

Sonuç olarak, döviz kuru hedeflemesi politikası özellikle politik ve yasal kurumların zayıf olduğu, sürekli hiperenflasyon yaşayan pek çok gelişmekte olan ülke açısından enflasyon psikolojisinin kırılması ve istikrarlı bir ekonomi için bir çözüm gibi gözükebilir. Ancak, bu strateji yeterince şeffaf olmaması ve dışsal şoklara çok fazla açık olmasından ötürü riskler içermekte ve başarısız olduğunda ise ekonomi üzerinde çok yıkıcı etkiler bırakabilmektedir. Nitekim, döviz kuru hedeflemesi rejimi, 1994 yılında Meksika'da, 1997 yılında Uzak Doğu'da, 1998 yılında Rusya'da ve 2000 ile 2001 yıllarında Türkiye'de yaşanan mali krizlerin baş aktörü olarak gösterilmesiyle özellikle gelişmekte olan ülkelerde eski popülaritesini kaybetmiş bulunmaktadır.

1.3.4.Parasal Hedefleme

Enflasyon uzun vadede parasal bir olgudur. Bu yüzden fiyatların istikrarı temelde para arzını kontrol ederek gerçekleştirilebilir. Merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanarak, ulaşmak istedikleri nihai amaçlarla ilişkili olduğunu düşündükleri parasal büyüklükleri kontrol etmeye çalışmaları parasal hedefleme stratejisinin çıkış noktasını oluşturur (Öztürk, 2003, s.40).

Mishkin ve Savastano (2000)'ya göre, parasal hedefleme stratejisi üç temel bileşen üzerine odaklanmaktadır.; a) para politikası uygulamalarında parasal büyüklüklerin sağladığı enformasyonun esas alınması, b) halkın enflasyon beklentilerine rehber olması için parasal büyüklüklere ait hedeflerin ilan edilmesi, c) parasal hedeflerden büyük ve sistematik sapmaların engellenmesi için sınırlı da olsa bir hesap verebilirliğin varlığı.

Parasal büyüklüklerin hedeflenmesine ilişkin politikalarda parasal tabandan başlayarak değişik para stokları veya kredilerle ilgili büyüklükler kullanılmaktadır. 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 serbestlik ve mali yenilikler nedeniyle sınırlanmaktadır (Malatyalı, 1998, s.4).

Parasal hedefleme stratejisinin, diğer para politikası stratejilerine göre bazı avantajları vardır:

- Mishkin (1999)'e göre, parasal büyüklük hedeflemesinin en önemli avantajlarından birisi, merkez bankasına para politikasını yurtiçi şartlara göre belirleme ve uygulama olanağı vermesidir. Parasal büyüklük hedeflemesi, merkez bankasına diğer ülkelerden farklı enflasyon hedefleri seçme olanağı vermekte ve çıktıdaki dalgalanmalara karşı tepki vermesini de mümkün kılmaktadır.

- İkinci avantajı da, parasal bir büyüklüğün artış oranı için konulan bir hedef, döviz kuru hedefine benzer şekilde, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilen bir nominal çıpa sağlamaktadır. Yine döviz kuru hedeflemesi rejiminde olduğu gibi, kısa aralıklarla parasal büyüklüklerin yayınlanmasından dolayı para otoritelerinin, taahhüt ettikleri hedefleri tutturup tutturamadığı hususundaki bilgilere anında ulaşılabilir. Dolayısıyla, parasal hedefler, para politikası ve politika otoritelerinin enflasyonu düşürme niyetleri hakkında kamuoyuna ve piyasalara anında sinyaller göndermektedir. Bu sinyaller enflasyon beklentilerinin oluşmasına yardımcı olarak, daha düşük enflasyon yaratılması sonucunu doğurabilmektedir. Ayrıca, parasal hedefler para otoritelerinin enflasyonu düşük tutma konusunda taşıdıkları sorumluluğu güçlendirmekte ve zaman-tutarsızlık tuzağına düşmelerine engel olabilmektedir (Mishkin, 1999, s.12-13).

Yukarıda açıklanan avantajlarına rağmen, parasal büyüklüklerin hedeflenmesinin başarısı, iki koşulun varlığına bağlıdır. Birinci koşul, fiyat istikrarı ile buna ulaşmada ara hedef olarak kullanılan parasal büyüklükler arasında güvenilir ve istikrarlı bir ilişki söz konusu olmalıdır. Başka bir deyişle, hedeflenen parasal büyüklükler ile enflasyon, gelir gibi amaç değişkenler arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişki, yani istikrarlı bir para talebi fonksiyonu var olmalıdır (Karasoy ve diğerleri, 1998, s.4). Telatar (2002)'a göre dolaşım hızı istikrarsız, dolayısıyla parasal büyüklük ile amaç değişken arasındaki ilişki zayıf ise, parasal hedefleme süreci çalışmayacaktır. Söz konusu zayıf ilişki, ara hedefe ulaşmanın amaç değişken için arzulanan sonucu yaratmayacağı anlamına gelmekte ve bu durumda hedeflenen parasal büyüklük para politikasının durumu hakkında yeterli sinyal verememektedir. Bu koşullar altında, parasal hedefleme stratejisi enflasyon beklentilerinin düşürülmesine yardımcı olmayacak ve merkez bankasının sorumluluğunu değerlendirme konusunda iyi bir rehber niteliği taşımayacaktır. İkinci koşul ise, hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilebilmesi ile ilgilidir (Kadıoğlu ve diğerleri, 2000, s.8). Merkez bankası yeterli kontrole sahip değilse, parasal büyüklük para otoritelerinin amaçları hakkında açık sinyaller sağlayamayacak ve bu durumda otoriteleri sorumlu tutmak da güçleşebilecektir (Mishkin, 1999, s.13).

Parasal hedeflemenin, merkez bankasının doğrudan kontrol edebileceği bir büyüklüğe hedef konulması şeklinde avantajı bulunmasına karşılık, parasal artış ile enflasyon ve üretim arasında istikrarlı bir ilişkinin bulunmaması, söz konusu hedefleme stratejisinin uygulanabilirliğini zedelemektedir. Ayrıca, enflasyonun geleceği hakkında başka bazı değişkenlerin de bilgi içeriyor olması halinde, parasal büyüklüklerin fiyat istikrarı amacı doğrultusunda sinyal verme yetenekleri zayıf olmaktadır. Dolayısıyla, belirtilen koşulların varlığında, enflasyon hedeflemesi parasal hedeflemeye oranla daha avantajlı olmaktadır (Telatar, 2002, s.216).

Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra popüler olmaya başlayan parasal hedefleme stratejisi, 1980’li yıllardan itibaren ortaya çıkan finansal yenilikler sonucunda parasal büyüklükler ile enflasyon ve gelir gibi değişkenler arasındaki uzun dönemli ve istikrarlı ilişkinin kaybolması ile gözden düşmüştür. Finansal yeniliklerin ortaya çıkardığı para talebindeki istikrarsızlıklar nedeniyle, parasal hedefleme stratejisi de döviz kuru hedeflemesi gibi fiyat istikrarını sağlamada başarısız olmuştur.

1.3.5. Açıklanmayan Ancak Kullanılan “Örtülü (Implicit) Nominal Çıpa” Hedeflemesi

Bu politika, döviz kuru, parasal büyüklük, enflasyon oranı gibi herhangi bir nominal çıpanın kullanılmadığı örtülü para politikası rejimidir. Mishkin (1999)’in “just do it” stratejisi olarak isimlendirdiği bu para politikası rejimi ABD’de uygulanmaktadır.

1.3.6. Enflasyon Hedeflemesi

1990’lı yıllara kadar, nihai amaç olan fiyat istikrarının sağlanması amacıyla uygulanan para politikalarının istenilen sonuçları vermemesi nedeniyle ülkeler, yeni arayışlar içerisine girmişlerdir. Bu yeni arayışlar doğrultusunda ortaya çıkan ve 1990’lı yıllardan günümüze kadar iktisat literatüründeki etkinliğini daha da arttıran alternatif bir para politikası stratejisi de enflasyon hedeflemesidir.

Gelişmiş ülkelerden Yeni Zelanda ve gelişmekte olan ülkelere de Şili’nin ilk defa uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesi stratejisi İsveç, İngiltere, Kanada, Avustralya, İsrail, Güney Afrika, Peru ve Brezilya gibi yirmiye aşkın ülke tarafından uygulanmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.14). Bernanke ve Mishkin (1997) ise enflasyon hedeflemesini, devlet, merkez bankası veya her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla enflasyon oranı için belli bir zaman boyutu dahilinde gerçekleştirilmek amacıyla resmi niceliksel bir hedefin ya da bir hedef aralığının halka ilan edilmesi olarak tanımlamaktadırlar. King (1999) enflasyon hedeflemesini, ekonomide hiçbir şok olmaması durumunda merkez bankasının ulaşmaya çalıştığı enflasyon oranı değeri olarak tanımlamaktadır. Loayza-Soto (2002)'ya göre ise enflasyon hedeflemesi, şeffaf ve araçsal bağımsızlığa sahip olan merkez bankasının, birbirleri ile çatışan amaçların bulunmadığı, mali üstünlüğün olmadığı, merkez bankasının öncelikli hedefi olan ve sayısal hedef olarak ilan edilmiş fiyat istikrarına dayalı bir parasal stratejidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin, enflasyonu kontrol eden diğer yöntemlerden temel farkı; para politikası araçlarının tümünün hedef doğrultusunda kullanılması ve geçmiş ya da cari enflasyon yerine gelecek enflasyona odaklanmasıdır.

Mishkin (1999)'e göre enflasyon hedeflemesi, içinde beş temel unsuru barındıran bir para politikası stratejisidir:

- Orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefinin kamuoyuna açıklanması,
- Para politikasının nihai amacının fiyat istikrarını sağlama olduğuna ilişkin yasal taahhüt,
- Politika araçlarının kullanımı kararlaştırılırken, sadece parasal büyüklük veya döviz kurunun değil tüm mevcut bilgilerin kullanılması,
- Para otoritesinin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalarla iletişim kurmak suretiyle para politikası stratejisinin şeffaflığını artırmak,
- Enflasyon hedeflerine ulaşmak için merkez bankasının hesap verebilirliğini artırmak.

Merkez bankalarının enflasyon hedeflerini sayısal olarak kamuoyuna açıklamaları, enflasyon hedeflemesi rejiminin, bir politika kuralı olduğu anlamına gelmemektedir. Nitekim, bu para politikası rejiminin katı bir politika kuralı olarak uygulanmadığı da görülmektedir. Bu nedenle, Bernanke ve Mishkin (1997), enflasyon hedeflemesi stratejisini, kural benzeri (rule like); Mishkin ise sınırlandırılmış ayarlanabilir (constrained discretion) bir politika olarak nitelendirmektedirler (Oktar, 1998, s.50).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, nihai hedefe ulaşmak için iki farklı yöntem uygulanmaktadır. Birinci yöntem, enflasyonun doğrudan hedeflenmesidir. Bu yöntemde, merkez bankası orta vadeli para politikasının işlemesi için, çıpa olarak bir enflasyon oranı hedefler. İkinci yöntemde ise merkez bankası, parasal toplamlar, faiz oranları, döviz kuru, beklenen enflasyon oranı, tahvil fiyatları ve temel hammadde fiyatları gibi değişkenleri kullanarak, gelecekteki enflasyon oranını tahmin etmektedir (Oh, 2002, s.4). Para politikası araçlarından yararlanılarak nihai değişkenler için belirlenmiş hedeflere doğrudan ulaşılabileceği, başka bir deyişle enflasyon oranının bile doğrudan kontrol edilebileceği varsayılarak da çok sayıda ilginç sezgiye ulaşmak mümkün olmakla birlikte, gerçek yaşamda merkez bankaları enflasyonu doğrudan kontrol edemediği gibi, izlenen politikaların reel faaliyetler üzerindeki etkileri de her zaman öngörülememektedir (Telatar, 2002, s.22). Literatürde, iki aşamalı bir politika süreciyle nihai hedefe ulaşılabileceği yer almaktadır. Oh (2002)'nin özetlediği bu iki aşamalı süreç Tablo 1'de gösterilmektedir.

Oh (2002)'nin belirttiği ikinci durumdaki ara hedeflerin kullanıldığı hedefleme yönteminde, genel olarak kısa vadeli faiz oranları bilgi değişkeni olarak kullanılmaktadır. Bunun nedeni, merkez bankasının uzun dönemde faiz oranını etkileyemeyeceği fakat kısa dönemli faiz oranlarını etkileyebileceği görüşüdür. Telatar (2002)'a göre merkez bankası, kendi yükümlülüklerinin arzı üzerindeki monopol gücünü kullanarak, tüm finansal varlıkların faiz oranlarını, dolayısıyla fiyatlarını etkileyebilmektedir.

Tablo 1. Enflasyon Hedeflemesi ve Ara Hedefleme

OPERASYON SİSTEMİ				
Enflasyon Hedeflemesi	Politika Araçları	Operasyon Hedefleri	Politika Hedef veya Amaçları	
				Bilgi Değişkenleri
Ara Hedefleme	Politika Hedef Araçları	Operasyon Hedefleri	Ara Hedefler	Politika Amaç veya Hedefleri

Kaynak: Oh, Junggun (2002): "Inflation Targeting: The Korean Experiences and Issues", The Bank of Korea, Seoul.

Merkez bankasının faiz oranını araç değişken olarak kullanmaya karar vermesi halinde ortaya çıkacak sorunlardan birisi, faiz oranı için hangi düzeyin uygun olacaktır. Bu konudaki belki de en uygun yaklaşım, enflasyon hedefi ile aynı oranda veya ona yakın bir faiz oranının ara hedef olarak seçilmesidir. Açıklanan bu yaklaşım Taylor kuralı olarak isimlendirilmektedir (Telatar, 2002,s.46). Gerek kolay gözlemlenebilmesi ve değerlendirilebilmesi, gerekse uygulanan ülkelerde başarı göstermesi nedeniyle Taylor kuralı, para politikasında yaygın olarak kullanılmaktadır.

Taylor benzeri kurallar, merkez bankasının kısa dönem faiz oranlarını, mevcut enflasyonun, enflasyon hedefinden ve reel üretimin, potansiyel üretim seviyesinden sapmasının bir fonksiyonu olarak modellemesine dayanıyor.

Svensson (1997), enflasyon hedeflemesi sistemini bir sosyal kayıp fonksiyonuyla açıklamıştır.

$$L_t = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \delta^i \left[(1-\lambda)(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^*)^2 \right]$$

π enflasyon, π^* enflasyon hedefi, y çıktı, y^* potansiyel çıktı, δ indirgeme faktörünü E_t , t zamanında, merkez bankası bilgisine bağlı olarak, ekonominin durumu ve para politikasının aktarım mekanizması hakkındaki rasyonel beklentileri göstermektedir.

Politika aracının seçilmesiyle beraber, merkez bankası, hedef düzeylerinden sapmalar gösteren enflasyon ve çıktının toplam ağırlığı olan kayıp fonksiyonunu minimize etmektedir. Svensson (1997), amaç fonksiyonunun ($\lambda=0$) olmasını katı enflasyon hedeflemesi olarak tanımlamaktadır. King (1997), benzer bir amaç fonksiyonuna sahip politika yapıcısını “enflasyon delisi”(inflation nutter) olarak tanımlamaktadır. ($\lambda > 0$) olması durumunda esnek enflasyon hedeflemesinin varlığını işaret etmektedir. Mishkin (1999), enflasyon hedeflemesine yönelik para politikasını uygulayanların “enflasyon delisi” (inflation nutter) olmadığını, çünkü bu politikayı uygulayanların simetrik olarak pozitif ve negatif şoklara tepki vermekte olduğunu ve enflasyonu düşürmek için mücadele ettiklerini belirtmektedir.

Merkez bankaları enflasyon hedeflemesi altında para politikasını şu şekilde yürütmektedir. Birincisi, merkez bankası orta vadeli para politikası yürütülmesi için bir çapa 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 hazırlarlar ve kontrolünü yaparlar. Bu yüzden gerçek enflasyon oranı saptanan enflasyon oranına yakınsamaktadır. Sonra da para politikasının performansını yeniden gözden geçirir ve sonraki dönem için 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 hedeflemesinin, orta vadeli bir para politikası stratejisi olarak diğer para politikası stratejileri ile karşılaştırıldığında birçok önemli avantaja sahip olduğu görülmektedir. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür:

- Enflasyon hedeflemesi, döviz kuru çıpasından farklı olarak fakat parasal hedeflemeye benzer şekilde, para politikasının yurtiçi koşullar üzerine

odaklanmasına ve yurtiçi ekonomide oluşacak şoklara cevap vermesine imkan sağlar (Mishkin, 1999, s.19). Böylece yurtdışından meydana gelecek şokların, uygulanacak politika üzerindeki etkileri de en aza inecektir. Oktar (1998)'a göre, özellikle sabit kuru ya da kayan pariteyi sürdürebilme çabasında bulunan ülkeler, dış faiz haddi ile yurtiçi faiz haddi arasındaki uyumsuzluk ile uğraşmak durumundadırlar. Bir ülke enflasyonla mücadele etmek için sıkı para politikası uygulandığında iç faiz hadleri dış faiz hadlerinin üzerine çıkabilir. Bu durumda sermaye girişleri sıkı para politikasının etkilerini dengeleme eğilimi gösterecektir. Bu da, çok sayıda ülke için bir tehlike olan sermaye girişi sorunu demektir.

- Telatar (2002)'a göre enflasyon hedeflemesinin en önemli avantajı, önceden belirlenen sayısal bir enflasyon hedefinin kamuoyuna ilan edilmesi ve alternatiflerine göre daha kolay anlaşılması nedeniyle, şeffaflık niteliğini taşıyor olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikasının şeffaflığı, enflasyon raporlarının ve para politikası tutanaklarının belirli dönemlerde yayınlanarak kamuoyuna duyurulması ile sağlanır. Örnek verilecek olunursa, İsrail ve Kolombiya aylık, Kanada altı aylık ve genel olarak da diğer ülkelerin üçer aylık dönemlerde kamuoyunu bilgilendirdiği görülmektedir.
- Sayısal bir enflasyon hedefi, merkez bankasının hedefe ulaşma konusunda hesap verebilirliğini artırmakta ve bu şekilde merkez bankasının aşırı genişletici bir para politikası izleyerek zaman tutarsızlığı tuzağına düşme olasılığını azaltmaktadır (Mishkin, 2000, s.105).
- Enflasyon hedeflemesinde, para arzı ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin olması gerekmemektedir. Burada merkez bankası enflasyonun nedeni olarak sadece para arzı üzerinde durmamakta; enflasyonla ilgili tüm değişkenleri de dikkate almaktadır. Böylece merkez bankası, para arzı ile enflasyon arasındaki ilişki zayıflamış olsa bile fiyat istikrarını gerçekleştirme doğrultusunda para politikasını uygulamaya devam edebilmektedir (Akyazı, 2004, s.28).
- Meyer (2002)'e göre, enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli avantajlarından biri olarak, merkez bankasına daha fazla bağımsızlık sağlanarak, para politikası araçlarının kullanımı ve kontrolünde, siyasi otoritelerden gelebilecek baskıların en aza inmesi gösterilebilir.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması ile birlikte, enflasyon belirsizliği azalır. Enflasyon belirsizliğinin azalması, iktisadi istikrarın sağlanması açısından son derece önemlidir. Çünkü, uzun vadeli iktisadi kararların alınması ve uygulanmasında sadece düşük enflasyon değil, aynı zamanda enflasyon belirsizliğinin azalması da etkilidir. Enflasyona ilişkin belirli bir hedefin kamuoyuna açıkça ilan edilmesi, enflasyon belirsizliğini ve dolayısıyla görelî fiyatların oynaklık düzeyini azaltarak, tasarruf ve yatırım kararlarının fiyat belirsizliği kaygısı olmadan alınmasına yol açar. Bu da ekonominin genel verimlilik düzeyinin artmasına katkı sağlar (Croce, Khan, 2000, s.50).
- Son olarak, enflasyon hedefi para politikaları için nominal çapa görevi üstlenmektedir. Nominal çapa ile bir yandan enflasyonist beklentiler azaltılırken diğer yandan kısa dönemli şoklara tepki vermeye yönelik olarak merkez bankalarına esneklik sağlanır (Kadioğlu ve diğerleri, 2000, s.10).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin yukarıda sayılan avantajlarının yanında birtakım dezavantajları da bulunmaktadır. Bunları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

- Enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli dezavantajlarından biri, fiyat düzeyine vuran öngörülmedik şokların “geçmiş” olarak değerlendirilerek, telafi edilemeyebilmesidir. Enflasyon hedeflemesinin varlığında, uzun dönemler için fiyat düzeyi öngörülerinin varyansı, daha büyük olabilmektedir ve fiyat düzeyindeki değişkenliğin yarattığı belirsizlik, özel sektörün geleceğe ilişkin planlarını bozabilmektedir (Telatar, 2002, s.214).
- Enflasyon hedeflemesi, esnek para politikası stratejisi olması yanında bir o kadar da katı ve tavizsiz şekilde uygulanan bir para politikasıdır. Bu durum özellikle merkez bankasının sadece enflasyon hedefine odaklandığı “katı enflasyon hedeflemesi” uygulamasında öne çıkmıştır. Bunun bir sonucu olarak, beklenmedik ekonomik şoklara karşı para politikasının yeterince ihtiyarilik göstermesi mümkün olmayabilmektedir. Böyle bir ortamda, üretimde önemli ölçüde dalgalanmaların meydana gelmesi kaçınılmaz olacaktır. Dolayısıyla, özellikle kısa dönemde, ekonomik büyüme olumsuz yönde etkilenebilmektedir (Akyazı, 2004, s.31).

- Enflasyon hedeflemesi uygulamasının gerçekleştirilebilmesi için gerekli olan esnek döviz kuru rejimi, özellikle gelişmekte olan ülkelerde mali istikrarsızlığa neden olabilmektedir (Kadıoğlu ve diğerleri, 2000, s.12).
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi diğer para politikası rejimleriyle karşılaştırıldığında etkin olmayan bir üretim dengesine yol açabilmektedir. Bu durum özellikle, petrol fiyatındaki ani değişiklikler gibi önemli arz şoklarında kendini göstermektedir (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.20).
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, mali baskınlığı tam olarak önleyememektedir. Uzun dönemde ortaya çıkan büyük çaplı mali açıkların finansmanı, parasal otoritenin siyasal baskılara maruz kalmasına ve genişlemeci maliye politikaları nedeniyle de enflasyonun kontrol altına alınamamasına neden olabilir (Mishkin, 2001, s.4).
- Uygulama aşamasında çıkan birtakım aksaklıklar, enflasyonun doğrudan hedeflenmesinin problemlerinden birkaçını oluşturmaktadır. Ekonomide fiyatların geçmiş dönemlerde alınan kararlardan ve anlaşmalardan etkilenmesi, merkez bankasının enflasyon üzerinde tam kontrolünün olamamasına ve enflasyonun içselleşmesine sebep olmaktadır. Para politikasının uygulanma sürecinde, ekonominin, merkez bankasının kontrolü dışındaki şoklara maruz kalması da enflasyonun tam anlamıyla kontrol edilmesini güçleştirmektedir (Karasoy ve diğerleri, 1998, s.15).
- Telatar (2002)'a göre enflasyon hedeflemesine yönelik önemli bir eleştiri de, enflasyonun para otoriteleri tarafından kolaylıkla kontrol edilememesidir. Ayrıca, para politikasının etkilerinin uzun gecikmeler ile ortaya çıkması, enflasyon hedefinin gerek halka gerekse piyasalara politikanın durumu hakkında hızlı ve net sinyaller göndermesini engellemektedir.

Açıklamalardan, enflasyon hedeflemesi stratejisinin para politikası tarihinin sonu veya her derdin devası olduğu şeklinde bir düşünce ortaya çıkabilir. Ancak enflasyon hedeflemesi ne para politikası tarihinin sonu, ne de her derde deva olan bir para politikası alternatifidir. Eğer böyle bir durum söz konusu olsaydı, günümüzde tüm ülkelerde bu stratejinin uygulanıyor olması gerekirdi. Diğer yandan enflasyon hedeflemesine geçileceğinin ilan edilmesi de tek başına yeterli değildir. Başarılı olmak

için, güvenilir politikalar ve kurumlar başta olmak üzere bir takım önkoşulların yerine getirilmesi gerekmektedir.

2. BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNKOŞULLARI, ÖZELLİKLERİ VE GELİŞMİŞ ÜLKE UYGULAMALARI

Enflasyon hedeflemesi, 1990'lara kadar olan dönemde ülkelerin fiyat istikrarını gerçekleştirebilme konusundaki çabalarının başarısızlığa uğraması sonucunda ortaya çıkan yeni arayışların bir ürünüdür.

İlk kez Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlayan bu yaklaşım gerçekleştirdiği başarılı performans sonucunda pek çok ülke tarafından tercih edilmeye başlamıştır.

Diğer para politikası stratejilerinde olduğu gibi enflasyon hedeflemesi stratejisinin de başarılı olabilmesi makro ekonomik, kurumsal ve operasyonel olarak özetlenebilecek bazı önkoşulların varlığını zorunlu kılmaktadır. Herhangi bir ülke tarafından enflasyon hedeflemesi yaklaşımının başarıyla uygulanabilmesi için yerine getirilmesi gereken önkoşullar aşağıdaki gibi sıralanabilir.

2.1.Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarı ile uygulanabilmesi için, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmeden önce üç temel önkoşulun yerine getirilmesi gerekir. Bu koşullardan birincisi, para politikasının fiyat istikrarı hedefine odaklanması, ikincisi merkez bankasının bağımsız olması, üçüncüsü de gelişmiş mali piyasaların olmasıdır.

2.1.1.Nihai Hedef

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması için, merkez bankasının sadece fiyat istikrarını sağlamaya odaklanması ve bunun dışında kalan kur politikası, istihdam, büyüme seviyesi gibi başka hedefleri eş zamanlı gerçekleştirmeye çalışmaması önemli bir koşuldur (Uçak, 2003, s.8). Çünkü para otoritelerinin birden fazla hedefi eş zamanlı olarak gerçekleştirmeye çalışması, para politikası uygulamalarında bir çelişki doğurur. Diğer bir deyişle para otoriteleri, para politikası uygulamalarında diğer hedefler ile enflasyon hedefi arasında bir tercih yapmak zorunda kalabilir. Bu ise, para otoritelerinin

enflasyon hedefinden sapmasına yol açacağından, enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce para otoritelerinin enflasyon hedefi dışında başka bir hedefe odaklanmaması gerekir (Mason ve diğerleri, 1997, s.8). Örneğin, sabit kur sisteminin uygulandığı ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmek mümkün değildir. Bu nedenle, doğrudan enflasyon hedeflemesi uygulaması benimsenmeden önce sabit kur sistemi terk edilmeli ve serbest dalgalanan kur rejimine geçilmelidir.

Telatar (2002)'a göre, nihai bir değişkenin hedeflenmesinin temel avantajı, yaşamlarını doğrudan etkileyen ve anlaşılır buldukları bir değişken üzerine hedef konulması nedeniyle, insanların fiyat istikrarını sağlama sürecinde ortaya çıkacak maliyetlere katlanma konusunda ikna edilmelerinin görece kolay olmasıdır.

Diğer yandan, doğrudan enflasyon hedeflemesi sistemini başarıyla uygulayan ülkelerde fiyat istikrarı ile ilişkisi bulunan büyüme, istihdam gibi başka hedeflere de ulaşıldığı görülmüştür. Bu başarının sağlanmasındaki en önemli etken, fiyat istikrarı hedeflerinin yeterli güvenilirliğinin (kredibilitesinin) olmasıdır (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.15).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamu borçlanma gereği nedeni ile para ve mali politikalar arasında dolaylı da olsa bir etkileşim bulunmaktadır. Genelde, mali politikalar enflasyon hedefini destekleyici nitelikte olmalıdır. Para politikası uygulayıcısı konumundaki merkez bankaları mali politikaların enflasyon üzerindeki etkilerini hesaplamak durumundadırlar. Esasen, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmadan önce özellikle kamu kesiminin borçlanma gereğinin azaltılması ve para politikasının maliye politikalarına baskın hale getirilmesi başarı için zorunlu görülmektedir. Örneğin, enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerin çoğunda, hükümetin enflasyonu kamu borçlanmasının finansmanında bir araç olarak kullanma girişimlerinin önlenmesi amacıyla enflasyona endeksli borçlanma senetleri ihraç edilmiştir (Usta, 2003, s.18).

2.1.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için gerekli önkoşullardan ikincisi, merkez bankasının tam bağımsızlığının sağlanmış olmasıdır. Çünkü enflasyonla mücadelede, enflasyonla doğrudan doğruya ve güçlü bir ilişkiye sahip olan para arzının

siyasi etkilere maruz kalmadan kontrol edilebilmesi gerekir. Ayrıca bağımsız bir merkez bankası, enflasyon hedeflemesi stratejisine olan güvenin sağlanması ve devam ettirilmesinde önemli bir fonksiyonu yerine getirebilmektedir. Bu amaçla, 1990'lı yılların başından itibaren enflasyon hedeflemesine geçen Yeni Zelanda, Şili, Meksika, Arjantin, Kanada ve İngiltere gibi ülkeler, merkez bankalarının bağımsızlığını sağlama veya bağımsızlıklarının derecelerini artırma yoluna gitmişlerdir (Akyazı, 2004, s.33). Şüphesiz ki bu radikal değişimde, dünyanın en bağımsız merkez bankaları olan Bundesbank'ın ve İsviçre Merkez Bankası'nın enflasyonu kontrol altına almadaki performansı ve dünya çapında görülen finansal serbestleşme hareketlerinin büyük etkisi olmuştur (Cukierman, 1994, s.1437-1440). Merkez bankalarına daha fazla bağımsızlık verme eğilimi sadece gelişmiş ekonomilerde değil; fakat aynı zamanda 1980'li yıllarda merkezi planlamacı sosyalist sistemin çökmesi sonucunda, kapitalist piyasa ekonomisine açılan ve geçiş ekonomileri olarak adlandırılan Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Romanya gibi ülkelerde de son yıllarda görülmeye başlamıştır. Söz konusu ekonomilerde merkez bankası bağımsızlığı için atılan adımlar, serbest piyasa ekonomisinin kurumlarının inşası için yapılan reformların bir uzantısı niteliğinde olması bakımından çok önemlidir (Neyaptı, 2001, s.381-394).

Bağımsızlık; merkez bankalarının kredibilitelerinin artması, uygulanan politikalara olan güvenin sağlanması ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi açısından temel kriterlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

İktisat politikalarının başarısı üzerine pozitif etki yapabilecek faktörlerin arasında piyasaların kurumsallaşması belirgin bir yer tutar. Kurumsallaşmasını tamamlayamamış ve yasal çerçevesi yeterli ölçüde genişletilmemiş piyasalar kendilerinden beklenen fonksiyonları yerine getirememektedir. Yasalar ve yasaların uygulanmasını gözetecek kurumlar olmadan, bir piyasaya gerçek anlamda bir piyasa gözüyle bakmak güçtür.

Piyasanın daha iyi işlemlerini sağlayan düzenleyici çerçeveyi oluşturmak, ekonomik düzenin istikrarlı ve akılcı davranan ekonomik karar birimlerinin ekonomik sistemin temel öznesi olduğu varsayımlarıyla, gerçekleştirilecek politik, kurumsal ve hukuksal düzenlemelere bağlıdır. Ancak bu yeni düzenlemelerin asıl referans noktası, politika otoritelerinin, reel ekonomi üzerindeki güçleri yanında, iktidar alanının

gereğinden geniş olmasının ve bu alanı genişletme çabasının fiyat istikrarını bozacağıdır.

Politik gücü elinde bulunduranların, sınırsız demokratik kurumsal yapı içerisinde, kendi özel çıkarları peşinde koşan politikacı ve bürokratlar ve sınırlandırılmamış demokratik kurumların sağladığı yetkiyi kullanarak ekonomik kaynakları tahrif etme eğiliminin nasıl önlenebileceği önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Politik sektörün istikrarsız doğasıyla ekonomiye istikrarsızlık enjekte etme ve toplumsal refah düzeyini düşürmesinin önüne geçilmesinde demokratik politik iktidarın sınırlandırılması uygun bir çerçeve sağlar. Bunun yolu ise, hukukun (kuralların) üstünlüğü ilkesinin ekonomik hareketlere hakimiyetinin sağlanmasıdır (Günsoy, 2001, s.2).

Günümüzde, ekonomik karar alma sürecinin en önemli ajanları arasında yer alan merkez bankalarının politik güç ile ilişkilerinin yasal yönden düzenlenmesi, merkez bankasına politik otoritenin baskılarına karşı çıkabilme yeteneği verdiği için oldukça önemlidir. Politik güç, merkez bankasının yasal statüsünden önemli ölçüde etkilenmekte ve yasal statü merkez bankasının politik gücün ekonomi açısından negatif kullanımını engelleyen bir “silah” olarak görülmektedir (Günsoy, 2001, s.2).

Siyasi iktidarlar, tarihin her döneminde ekonomik değişkenlerin daha büyük bir bölümünü yönlendirmek ve böylelikle güçlerini arttırmak istemişlerdir. Değişim, dolaşım ve kaynak transferinin bir aracı olan para ise, hükümetlerin özel imtiyaz sağlamak istediği değişkenlerin başında gelmiştir. Dolayısıyla paranın tarihsel misyonu göz önünde tutulduğunda bu süreçten ilk etkilenen kurum Merkez Bankası olmuştur.

Merkez bankalarının ekonominin gerçekleri uyarınca hareket ederek siyasetin önceliklerini geri planda tutabilmesi olgusu ile birlikte “Merkez Bankasının Bağımsızlığı” kavramı literatüre girmiştir. Bu bağlamda, paranın üretiminde ve yönetiminde genellikle sorumsuz davranan siyasi iktidarların vesayetinden kurtulmuş merkez bankalarının ulusal paranın değerinin korunmasında ve uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanmasında daha etkili oldukları savunulmaktadır. Bu görüşü paylaşan

birçok ülkede merkez bankalarına daha fazla bağımsızlık sağlamak üzere köklü yasal ve kurumsal düzenlemelere gidildiği gözlenmektedir (Oktar, 1996, s.80).

Merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili literatürde, bağımsızlık, fiyat istikrarı yönünde güvenilirlik sağlamak yoluyla enflasyonu düşürmekte yardımcı olabilecek kurumsal bir özellik olarak tanımlanmaktadır. Genel olarak merkez bankasının bağımsızlığı, “merkez bankasının fiyat istikrarını korurken uygulayacağı para politikası rejimini ve kullanacağı parasal araçları kendi kararları ile seçmesi ve uygulaması olarak tanımlanabilir” (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.15). Diğer bir tanımlamaya göre merkez bankasının bağımsızlığı ise, “merkez bankasının, para politikasını, siyasi otoritenin nüfuzuna ve tasarrufuna maruz kalmadan, kendisine verilen hedefler doğrultusunda uygulayabilme ve gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine ve inisiyatifine sahip olmasıdır” (Oktar, 1996, s.84). Bu son tanımdan hareketle, bir merkez bankasının bağımsız sayılabilmesi için, para politikası araçlarının merkez bankasınca özgürce belirlenebilmesinin yeterli olduğu söylenebilir (Tuladhar, 2005, s.5). Uygulamada, enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen tüm merkez bankalarının, araç bağımsızlığına sahip olduğu görülmektedir (Carare ve diğerleri, 2002, s.4).

Merkez bankasının bağımsızlığı, para politikası amaçlarını belirme yetkisinin merkez bankasına verilmesi biçiminde geniş bir anlamda olabileceği gibi, para politikası amaçlarını belirme yetkisinin siyasi iktidarlara bırakılarak merkez bankasına operasyonel bağımsızlık verilmesi şeklinde de olabilir. Bunlardan birincisine amaç bağımsızlığı, diğerine ise araç bağımsızlığı denilir (Fischer, 1995, s.5-6). Genel olarak, bir merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması durumunda o merkez bankasının bağımsız olduğu kabul edilir (Issing, 2006, s.67). Ancak, her iki durumda da merkez bankası politikalarının başarısı, önceden belirlenen ve kamuoyuna duyurulan amaçlara ulaşmak doğrultusunda merkez bankasının, para politikasını sahip olduğu politika araçlarını belirli bir kurala bağlı olarak ve siyasi iktidarların para politikası amaçları ile çelişkili politikalarından etkilenmeden yürütebilmesi ile mümkün olabilir (Duman, 2002, s.12).

Merkez bankalarının bağımsızlığı konusunda uygulamaya ilişkin birtakım problemler de vardır. Bağımsız bir merkez bankası oluşturmak isteyen bir ülke iki

soruna dikkat etmelidir: Birincisi, ülkedeki politikacılar ve genel olarak da toplum, resmi bağımsızlığın hangi derecesini istemektedir ve bu bağımsızlığın hangi derecesinin gerçekçi olması muhtemeldir? Merkez bankasının bağımsızlığının para politikasının kredibilitésini arttırabilmesi prensipte kabul görse bile, istenilen bağımsızlık derecesinin ülkeye özgü çok sayıda faktöre bağılı olması muhtemeldir. Bu faktörler, bir ülkedeki enflasyonun tarihi seyrini, ülkenin siyasi sistemindeki mevcut yasama, yürütme ve yargı kuvvetlerinin karşılıklı olarak birbirlerini denetlemelerinin niteliğini, kamuoyunun ekonomik konulara olan duyarlılığını ve ülkenin finansal piyasalarının gelişme düzeyini kapsamaktadır. İkinci sorun ise, merkez bankası bağımsızlığının istenilen derecesi dikkate alındığında, para politikası uygulamasının belli zamanlarda kişilere bağılı olamayacağı durumlarda bağımsızlığın derecesini korumak için ne gibi düzenlemeler gerektiğidir. Ayrıca merkez bankası yöneticileri ile politikacılar arasındaki yasal ve yasal olmayan ilişkilerin niteliği de son derece önemlidir (Castello-Branco, Swisburne, 1992, s.4). Dolayısıyla, merkez bankası bağımsızlığını sadece hükümete bağımlı olmak ya da olmamak olarak düşünmek yanlış olacaktır.

Merkez bankasının bağımsızlığını açıklamaya yönelik genel olarak iki yaklaşım vardır. Bu yaklaşımlardan birincisi, merkez bankasının bağımsızlığını yasal ve fiili yönlerden tanımlamakta; ikincisi ise bağımsızlığı politik ve ekonomik yönden ele almaktadır (Oktar, 1996, s.84).

2.1.2.1. Merkez Bankasının Yasal ve Fiili Bağımsızlığı

Yasal ve fiili bağımsızlık kavramları A. Cukierman tarafından kullanılmıştır. Yasal bağımsızlık, merkez bankasının yönetim ve yürütmeyle ilgili tüm organlarının, siyasi otoriteden bağımsız olarak serbestçe karar alabilme ve hareket edebilmelerini sağlamak üzere bankanın yasal yönden düzenlenmesidir. Merkez bankası, çerçevesi net olarak belirlenmiş yasal statülerinde yer alan unsurlarla, siyasi otoriteden gelecek gerek siyasal ve ekonomik gerekse idari nitelikli baskılara karşı koyabilme gücüne ve iradesine sahip olabilmektedir (Oktar, 1996, s.84).

Merkez bankasının yasal bağımsızlık durumunun belirlenmesinde kanunların, siyasi otorite ile merkez bankası ilişkilerinin sınırları hakkında tam bir belirlilik sağlayacak kadar açık olmaması, konuyla ilgili verilerin problemleri de içerebileceğini gösterir. Diğer yandan, kanunların ortaya net sınırlar koyması durumunda dahi

uygulamanın farklı olması halinde belirsizlik boyutunda bir artış görülecektir. Üstelik, merkez bankası fonksiyonları zaman içinde çeşitlenmekte ve her ülke kendine özgü ekonomik koşullara sahip olmaktadır. Bu nedenle, merkez bankası bağımsızlığı yasal açıdan olduğu kadar fiili açıdan da ele alınmalıdır. Çünkü fiili bağımsızlık yasal bağımsızlığı da kapsamaktadır. Merkez bankası başkanının ve üst düzey yöneticilerinin kişilikleri, gelenekler, içinde bulunulan toplumun özellikleri gibi politik, sosyolojik ve ekonomik unsurlar da bağımsızlık kavramının içinde değerlendirilmelidir. Bu nedenle sadece yasal bağımsızlık, fiili bağımsızlığı sağlamanın garantisi değildir (Cukierman, 1994, s.1442). Bu açıklamadan hareketle, fiili bağımsızlığın, banka ile hükümet ve diğer kamu kurumları arasındaki gayri resmi düzenlemeler ve uygulamalardan oluştuğunu söyleyebiliriz.

Merkez bankalarının yasalarındaki belirgin bağımsızlık faktörlerini başlıca dört grupta inceleyebiliriz. Tablo 2 de analiz, dört grup içinde toplanmış 16 yasal değişkeni taşımakta olup, her bir değişken 0 ile 1 arasında kodlanmıştır. Bu şekilde ulaşılan yüksek bir puanın, güçlü bir banka yönetimini ve fiyat istikrarını sağlamak hususunda daha büyük bir otonomiye göstermesi beklenmektedir (Cukierman, 1992, s.364).

Tablo 2'deki ölçümde ilk değerlendirme, başkanın görev süresi ve kim tarafından atandığı, görevden alınışı ve hükümetteki diğer resmi görevlerini sürdürüp sürdürmeyeceği konusundadır. İlk grupta yer alan ölçümlere göre, merkez bankası başkanının görev süresi arttıkça, yürütme organının merkez bankası başkanının atanmasındaki ve görevden alınmasındaki rolü azaldıkça merkez bankası bağımsızlığı artmaktadır.

İkinci ölçüm para politikasını kimin formüle ettiği ile ilgilidir. Para politikasının formülasyonunda geniş ölçüde yetkili olan ve çatışma halinde yürütme organına karşı direnebilen bankalar, politika formülasyonu bakımından en bağımsız bankalardır. Bunun tersi durumunda, diğer bir ifade ile merkez bankasının para politikasını formüle etmedeki etkisi azaldıkça bağımsızlık ölçüsü düşecektir.

Üçüncü ölçüm, merkez bankasının amaçları ile ilgilidir. Merkez bankasının amacı bakımından yapılan sınıflandırmada, fiyat istikrarının sağlanmasına, bu amaçla çelişen

diğer amaçlara nazaran verilen öneme göre değişen altı değişik seçenek getirilmiştir. Eğer bir merkez bankasının kuruluş yasında fiyat istikrarı temel ya da tek amaç olarak belirtilmiş ise, fiyat istikrarının dışında başka amaçların veya fiyat istikrarının amaç olarak belirtilmediği duruma göre daha bağımsız sayılmaktadır.

Dördüncü ölçüm grubu hükümete verilen kredilerin sınırlandırılmasıyla ilgilidir. Kamu sektörüne açılan kredilerin daraltılması, bir merkez bankasını daha bağımsız hale getirir. Cuikerman (1992)'e göre merkez bankası kredilerinin miktar olarak sınırlandırılması, çok karşılaşılan bir durum değildir. Genellikle sınırlama merkez bankası pasiflerinin bir yüzdesi olarak belirlenmektedir. Bununla birlikte, az sayıda ülkede kamu harcamalarının bir yüzdesi olarak tayin edilmiştir.

Fiili bağımsızlık, merkez bankasının bağımsızlığına ilişkin yasal düzenlemeler karşısında konumunu belirleyen bir kavramdır. Bankanın özellikle, başkan ve üst düzey yöneticileri ile ilgili olan fiili bağımsızlık olgusu yasal bağımsızlığın ilerisinde ya da gerisinde bir durumu ifade edebilir. Bununla birlikte, fiili bağımsızlığı yasal bağımsızlıktan ayıracak sistematik göstergelerin bulunması kolay değildir. Cukierman (1992), bu amaçla iki gösterge geliştirmiştir. Birincisi, merkez bankası başkanlarının değişme sıklığı, ikincisi her ülkede uzmanlara gönderilen anketlerin cevapları olmuştur.

Merkez bankası başkanlarının değişme sıklığının yüksek olması daha az bir bağımsızlık göstergesi olarak alınmaktadır. Banka başkanlarının değişiminin sıklaşması, her durumda bağımlılığı arttırmaktadır. Siyasi otoriteler yeni bir başkan seçme fırsatını sık sık elde edebiliyorsa, en azından kendi isteklerini yerine getirecek olanları seçme fırsatını elde ediyor demektir. Değişme sıklığının yüksekliği, hükümete itiraz eden başkanların görevden alınıyor olmasını da yansıtabilmektedir (Benhard ve diğerleri, 2002, s.696; Eijffinger, Haan, 1996, s.26).

Tablo 2. Merkez Bankasının Yasal Bağımsızlığının Göstergeleri

Değişken Numarası	Değişkenin Tanımı	Ağırlık	Sayısal Kod
1	Başkan	0,20	
	a) Görev süresi		
	8 yıl üzerinde		1,00
	6-8 yıl arası		0,75
	5 yıl		0,50
	4 yıl		0,25
	4 yıldan daha az veya atayan makamın takdirine bağlı		0,00
	b) Başkanı kim atamaktadır?		
	Banka yönetimi		1,00
	Banka yönetimi, yürütme ve yasama organlarının oluşturduğu bir konsey		0,75
	Yasama organı		0,50
	Bütünüyle yürütme tarafından (Bakanlar kurulu gibi)		0,25
	Yürütme organının bir veya iki üyesi tarafından		0,00
	c) Başkanın görevden alınışı		
Görevden alınışı bir şarta bağlı değil	1,00		
Yalnızca politik olmayan nedenlerle	0,83		
Banka yönetiminin takdiriyle	0,67		
Yasama organının istemesi ile	0,50		
Yasama organınca şartsız	0,33		
Yürütmenin istemesi ile	0,17		
Yürütme organınca şartsız	0,00		
d) Merkez bankası başkanı hükümetteki diğer resmi görevlerini sürdürebilir mi?			
Hayır	1,00		
Yürütme organının izni ile	0,50		
Hiçbir düzenleme yoktur	0,00		
2	Politika Formülasyonu	0,15	
	a) Para politikasını kim formüle eder?		
	Yalnızca banka		1,00
	Banka iştirak eder, fakat etkinliği azdır		0,67
	Banka yalnızca hükümete tavsiyede bulunur		0,33
	Banka söz sahibi değildir		0,00
	b) Uyuşmazlıkların çözümünde kim nihai söz sahibidir?		
Yasada, bankanın amacı olarak tanımlanmış olan hususlarda banka	1,00		

	<p>Açık olarak bankanın amaçları olarak tanımlanmış siyasi hususlarda veya banka ile olan anlaşmazlıklarda hükümet</p> <p>Banka yönetimi, yürütme ve yasama organlarının oluşturduğu bir konsey</p> <p>Siyasi konularda yasama organı</p> <p>Banka tarafından dava açılan ve muhtemelen itiraz olabilecek siyasi konularda hükümet</p> <p>Yürütme organı şartsız öncelik sahibi</p> <p>c) Hükümet bütçesi oluşturulurken merkez bankasının oynadığı rol</p> <p>Merkez bankası aktif</p> <p>Merkez bankasının hiçbir etkisi yok</p>		<p>0,80</p> <p>0,60</p> <p>0,40</p> <p>0,20</p> <p>0,00</p> <p>1,00</p> <p>0,00</p>
3	<p>Amaçlar</p> <p>Yasal olarak fiyat istikrarını temel veya tek amaç ve hükümetin diğer amaçları ile uyumsuzluk durumunda merkez bankası son söz hakkına sahip</p> <p>Fiyat istikrarı tek amaç</p> <p>Fiyat istikrarı, dengeli bir bankacılık sistemi gibi rekabet halindeki amaçlardan biri</p> <p>Fiyat istikrarı, tam istihdam gibi potansiyel olarak çatışma halindeki amaçlardan biridir</p> <p>Banka yasasında amaç belirtilmemiştir</p> <p>Belirtilen amaçlar içinde fiyat istikrarı yoktur</p>	0,15	<p>1,00</p> <p>0,80</p> <p>0,60</p> <p>0,40</p> <p>0,20</p> <p>0,00</p>
4	<p>Hükümete Verilen Kredilerin Sınırlandırılması</p> <p>a) Avanslar (Güvenceye alınmamış borçlanmaların sınırlandırılması)</p> <p>Avans verilemez</p> <p>Sıkı limitlerle avans verilebilir (örneğin kamu gelirlerinin %15'ne kadar)</p> <p>Gevşek limitlerle avans verilebilir (örneğin kamu gelirlerinin %15'nin üzerinde)</p> <p>Ödünç vermede yasal bir sınır yoktur</p> <p>b) Güvence altına alınmış borçlar</p> <p>Borç verilmez</p> <p>Sıkı limitlerle borç verilebilir (örneğin, kamu gelirin %15'ne kadar)</p> <p>Gevşek limitlerle borç verilebilir (örneğin, kamu gelirlerinin %15 üzerinde)</p> <p>Ödünç vermede yasal bir sınır yoktur</p> <p>c) Borçlanma (vade, miktar, faiz)</p> <p>Banka tarafından kontrol edilir</p>	<p>0,15</p> <p>0,10</p> <p>0,10</p>	<p>1,00</p> <p>0,67</p> <p>0,33</p> <p>0,00</p> <p>1,00</p> <p>0,67</p> <p>0,33</p> <p>0,00</p> <p>1,00</p>

	Banka yasası tarafından belirlenmiştir		0,67
	Merkez bankası ve hükümet arasında anlaşma ile belirlenir		0,33
	Yalnızca yürütme organı tarafından karar verilir		0,00
	d) Bankadan ödünç alabilecek olanlar	0,05	
	Yalnızca merkezi hükümet		1,00
	Tüm devlet kademeleri (yerel kademeler dahil)		0,67
	Tüm devlet kademeleri dahil olmak üzere kamu girişimleri		0,33
	Kamu ve özel sektör		0,00
	e) Merkez bankası kredilerinin sınırlanma tanımı	0,03	
	Nakit miktar olarak		1,00
	Merkez bankasının borçları ya da sermayesi kadar		0,67
	Kamu gelirleri kadar		0,33
	Kamu harcamaları kadar		0,00
	f) Kredi şartları	0,03	
	6 ay içinde		1,00
	1 yıl içinde		0,67
	1 yıldan daha fazla		0,33
	Yasada geçerliliğine ilişkin düzenleme yok		0,00
	g) Kredi faiz hadleri	0,03	
	Minimum oranların üzerinde		1,00
	Piyasa oranında		0,67
	Maksimum oranın altında		0,33
	Faiz oranı belirlenmemiştir		0,33
	Merkez bankasından hükümetin borçlanmasında faiz uygulanmamaktadır		0,00
	h) Birincil piyasalarda merkez bankasının kamu kağıtları alıp satması yasaklanmış mıdır?	0,03	
	Evet		1,00
	Hayır		0,00

Kaynak: Cuikerman, Alex, Stven B. Webb ve Bilin Neyaptı, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes", The World Bank Economic Review, Vol &, No:3, Sep. 1992, s.358-359

Merkez bankası başkanlarının görev süresinin yürütme organının görevde kalma süresinden daha az olması, banka başkanını yürütmenin etkisine açık ve uzun süreli politikaları uygulama hususunda isteksiz hale getirir. Fakat, görev değiştirme sıklığının düşük olması zorunlu olarak merkez bankası bağımsızlığının yüksek olduğunu göstermez. Çünkü hükümete nispeten daha yakın bir başkanın uzun süre görevde kalması mümkündür (Oktar, 1997, s.6).

Merkez bankasının fiili bağımsızlığını ölçmeye yönelik ikinci gösterge, çeşitli merkez bankalarında çalışan para politikası uzmanlarının bu konuda düzenlenen bir ankete verdikleri cevaba dayanmaktadır. Anketteki sorulardaki birinci değişken, merkez bankası başkan ve idare meclis üyelerinin görev sürelerinin hükümetten ne ölçüde bağımsız olduğunu göstermektedir. Merkez bankası başkanının görevde kalma süresi hükümetin görevde kalma süresine ne denli yakınsa merkez bankası o ölçüde bağımsızlıktan uzaktır. İkinci değişken kredilerin sınırlandırılmasına ilişkin uygulamayı göstermektedir. Eğer ödünç vermede bir sınırlama yoksa veya hükümet kredi limitlerini kolayca değiştirebiliyorsa, bağımsızlık düzeyi en düşüktür. Üçüncü değişken, hükümetin merkez bankasından borç alması durumunda, vade, faiz ve miktarın belirlenmesinde hangisinin daha etkin söz sahibi olduğunu ölçmektedir. Dördüncü değişken, bankanın mali bağımsızlığını, bütçe ve üst düzey yöneticilerinin maaşlarının belirlenmesine dayalı olarak ölçmektedir. Beşinci değişken ise, bankanın para stoku hedefleri ve faiz haddinin nisbi önemini ortaya koymaktadır. Para stokuna ilişkin hedefler fiyat istikrarının sağlanmasına hizmet etmektedir. Nominal faiz haddi hedefinin konulması, bankanın enflasyonunun hızlı artışına karşılık verebilme kabiliyetini sınırlayan bir unsurdur. Bu iki alt değişken ortalaması beşinci değişkenin değeri olarak ele alınmıştır. Altıncı değişken, fiyat istikrarına dolaysız bir öncelik verilmesini, yedinci değişken ise, iktisadi gelişmenin teşviki için finansman sağlama amacının varlığını ölçmektedir (Gökbudak, 1996, s.22-23).

2.1.2.2.Merkez Bankasının Politik ve Ekonomik Bağımsızlığı

Merkez bankalarının bağımsızlığını açıklamaya yönelik ikinci yaklaşım, bağımsızlık olgusunun politik ve ekonomik yönden ele alınmasına dayanmaktadır (Alesina, Summers, 1993, s.153).

Politik ve ekonomik bağımsızlık, Grilli, Masciandaro ve Tabellini'nin 1991 yılında yaptıkları analizlerin de belirlenmeye çalışılmıştır. Buradaki politik ve ekonomik bağımsızlık ayrımı, amaç ve araç bakımından bağımsızlığı vurgulamaktadır. Bu çerçevede, politik bağımsızlık merkez bankasının para politikası hedeflerini bağımsız bir şekilde belirleme imkanını ifade etmektedir. Ekonomik bağımsızlık ile belirtilen, merkez bankasının belirli bir hedefe ulaşmada gerekli araçları seçme ve kullanma serbestliği elde etmesidir (Gökbudak, 1996, s.4).

Amaç yönüyle bağımsızlık olarak ifade edilen politik bağımsızlık ile, merkez bankasının hükümetin etkisi altında kalmaksızın politika hedeflerini özgürce seçebilme yeteneği kastedilmektedir. Grilli, Masciandaro ve Tabellini'nin yaptığı ampirik araştırmalara göre, politik bağımsızlık, merkez bankası başkanının ve yönetim kurulunun hükümet tarafından seçilip seçilmediği, merkez bankası başkanının ve yönetim kurulunun görev süreleri, bankanın yönetim kurulunda hükümet temsilcisinin bulunup bulunmadığı, para politikası kararları için hükümetin onayının gerekip gerekmediği ve merkez bankası kanununda fiyat istikrarı amacının doğrudan ve belirgin bir biçimde belirlenip belirlenmediği gibi faktörlerce ölçülmektedir (Alesina, Summers, 1993, s.153).

Grilli, Masciandaro ve Tabellini politik bağımsızlığın ölçülmesinde kullanılan kriterleri; a) atamalar, b) merkez bankasının hükümetle olan ilişkileri ve c) kurumsal düzenlemeler olmak üzere üç grupta toplamışlardır.

Tablo 3'te yer alan politik bağımsızlık kriterleri sırasıyla incelenecek olunursa, ilk temel grup merkez bankası başkanı ile banka yönetim kurulunun atanması ile ilgilidir. Politik açıdan bağımsız bir merkez bankası için arzu edilen durum başkan ve yönetim kurulu üyelerinin hükümet tarafından atanmamasıdır. Atamalarla ilgili diğer bir husus ise, başkan ve yönetim kurulu üyelerinin görevde kalma süreleridir. Grilli, Masciandro ve Tabellini (1991)'e göre, merkez bankasının politik bağımsızlığı yüksek olmayan ülkelerde ortaya çıkan sonuç, başkan ve yönetim kurulu üyelerinin sık sık değişen hükümetlerle beraber değişmesidir. Bu nedenle, bu kriterler açısından politik bağımsızlıktan söz edilebilmesi için başkan ve yönetim kurulu üyelerinin beş ve daha uzun bir süre için atanmaları gerekmektedir.

Tablo 3. Politik Bağımsızlık Göstergeleri

Temel Gruplar	Kriterler
Atamalar	1) Merkez bankası başkanı hükümet tarafından atanmaz 2) Merkez bankası başkanı 5 yıldan daha fazla bir süre için atanır. 3) Banka yönetim kurulu hükümet tarafından atanmaz. 4) Banka yönetim kurulu 5 yıldan daha uzun bir süre atanır.
Merkez bankasının hükümetle olan ilişkileri	5) Banka yönetim kurulunda hükümet temsilcisi bulunmaz. 6) Para politikası belirleme sürecinde hükümetin onayının gerekmemesi
Kurumsal düzenlemeler	7) Merkez bankasının, parasal istikrarı amaçları arasında izlemesine olanak tanıyan yasal gereklilikler. 8) Hükümet ile ortaya çıkan görüş ayrılığı durumunda merkez bankasının durumunu güçlendiren yasal düzenlemelerin varlığı

Kaynak: Grilli, V. D. Masciandaro ve Tabellini, Political and Monetary Institution and Public Financial Policies in Industrial Countries, The MIT Press, 1994.

Grilli, Masciandaro ve Tabellini (1991)'e göre merkez bankasının hükümetle olan ilişkilerinin derecesini ölçen iki kriter bulunmaktadır. İlk kritere göre, politik bağımsızlıktan söz edilebilmesi için banka yönetim kurulunda hiç hükümet temsilcisi bulunmamalıdır. İkinci kritere göre, para politikasının belirlenmesinde merkez bankası bağımsız hareket etmeli, hiçbir hükümet müdahalesi olmamalıdır.

Politik bağımsızlık göstergelerinden üçüncü grup, bankanın kurumsal düzenlemeleri ile ilgilidir. Kurumsal düzenlemelerle ilgili ilk kriter, merkez bankasının hedefleri arasında parasal istikrara ulaşma hedefinin de bulunmasıdır. İkinci kritere göre, merkez bankasının hükümetle ortaya çıkan sorunlarında, bankanın hükümet karşısında haklarını savunan yasal düzenlemelerin bulunması gerekliliğidir.

Yukarıda sıralanan kriterlerin her birine eşit bir puan verilmekte, puanların toplamı sonucunda ortaya çıkan değer, merkez bankasının politik bağımsızlık endeksi olarak kabul edilmektedir.

Araç bakımından bağımsızlık olarak ifade edilen ekonomik bağımsızlık ise, merkez bankasının para politikası araçlarını herhangi bir sınırlama olmaksızın kullanabilme yeteneği olarak tanımlanmaktadır (Alesina, Summers, 1993, s.153).

Ekonomik bağımsızlığın ölçülmesinde kullanılan kriterler; a) bütçe açıklarının parasal finansmanı ve b) parasal araçlar olmak üzere iki grupta toplanmıştır. Tablo 4, ana grupta yer alan kriterleri göstermek için düzenlenmiştir. İlk grupta yer alan kriterler, merkez bankasının bütçe açıklarını ne ölçüde finanse ettiğini belirlemek için geliştirilmiştir. Bütçe açıklarını otomatik olarak hiçbir sınırlama olmaksızın finanse eden bir merkez bankası, tam anlamıyla bağımsız kabul edilmemektedir.

Birinci gruptaki kriterlere göre, eğer hükümet merkez bankasından borç alırken miktarı ve şartları belirlemede etkili ise, parasal tabanın yaratılması ve merkez bankasının ekonomik bağımsızlığını belirlemede de etkilidir (Grilli ve diğerleri, 1991, s.206). Tablo 4’de yer alan ilk 5 maddedeki, hükümetin merkez bankası kredisine başvurma kolaylığı, iki yolla gerçekleşmektedir. Birincisi, doğrudan kredi kolaylığı (1-4 madde arası), ikincisi devlet tahvillerinin birincil piyasalarda satın alınmasıdır (5. madde). Hükümete açılan kredilerin şu özellikleri taşıması durumunda merkez bankasının ekonomik bağımsızlığı daha büyük olacaktır: Hükümete açılan doğrudan kredilerin otomatik olmaması (1. maddeye göre), faiz oranının piyasa koşullarında belirlenmesi (2. maddeye göre), verilen kredilerin geçici olması (3. maddeye göre), miktarın sınırlandırılması (4. maddeye göre).

Tablo 4. Ekonomik Bağımsızlık Göstergeleri

Temel Gruplar	Kıstaslar
Bütçe açıklarının parasal finansmanı	1) Otomatik olmayan doğrudan kredi kolaylığı, 2) Piyasa faiz oranı üzerinden verilen doğrudan kredi, 3) Geçici olarak verilen doğrudan kredi kolaylığı, 4) Sınırlı miktarda verilen doğrudan kredi, 5) Merkez bankasının, kamu kurumlarının borç senetlerini almak için birincil piyasaya girmemesi.
Parasal araçlar	6) İskonto oranının merkez bankası tarafından belirlenmesi, 7) Bankacılık kesiminin yönetimi merkez bankasına verilmemiştir veya merkez bankası tek başına sorumlu değildir.

Kaynak: Grilli, V. D. Masciandro ve G. Tabellini, Political and Monetary Institution and Public Financial Policies in Industrial Countries, The MIT Press, 1994.

İkinci grupta yer alan kriterler, merkez bankasının kullandığı parasal araçlar ile ilgilidir. Merkez Bankası, diğer ticari bankaların yeniden iskonto için sundukları senetler için geçerli olan iskonto oranını belirleme yetkisine sahip ise, ilk kriter gere göre ekonomik bağımsızlık derecesi yüksek olacaktır. İkinci kriter, merkez bankasının bankacılıktaki konumu ile ilgilidir. Burada yönetimden kastedilen, portföy sınırlamaları ya da özel bankalara verilen borçlar üzerindeki sınırlardan oluşan idari sınırlamalardır. Bu kriter gere göre, merkez bankası bankacılık kesiminin yönetiminden sorumlu değilse, iki puan verilmekte; merkez bankası başka bir kurum ile sorumluluğu paylaşmakta ise bir puan verilmektedir. Merkez bankası bankacılık yönetiminden sorumlu kurum ise, bu taktirde bağımsızlıktan söz edilemeyeceği için hiç puan tahsisi yapılmamaktadır.

2.1.2.3. Politik Ekonomi ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Demokratik toplumlarda yürütülen makro ekonomi politikası ile politik yapı arasında sıkı bir ilişki vardır. Bu ilişki nedeniyle, genelde makro ekonomik politika ve

özelde parasal politika, politik süreç tarafından kolayca etkilenebilir ve politik çıkarlar doğrultusunda yönlendirilebilir (Oktar, 1996, s.68).

Politikacı için politika yapmanın amacı, iktidar olmak ve bunu uzun süre korumaktır. Buna karşılık, uygulanan makro ekonomik politika, bu amaca ulaşmanın bir aracıdır. Burada amaç ve araç ilişkisi ayrılmaz bir biçimde birliktelik gösterir. Bu ilişki öylesine güçlüdür ki, politik seçimler ekonomik koşulların sonucu olarak kazanılır ya da kaybedilir (Alesina, 1989, s.57). Ancak, ideolojik ve seçimle ilgili teşvikler, politikacıların makro ekonomi tercihlerini büyük ölçüde etkiler.

Politikacılar, politika anlayışlarını ve politik faaliyetlerini temelde iki unsura dayandırır. Bunlardan ilki, iktidara gelme ve iktidarlarının ömrünü mümkün olduğu kadar uzatabilme çabasıdır. İkincisi ise, partizanca davranmaları ve dolayısıyla da kendi seçmenlerinin isteklerini ve beklentilerini karşılama amacını taşımalarıdır (Büyükkakın, 2003, s.19).

Bu çerçevede yürütülecek makro ekonomi politikası temelde üç faktör tarafından belirlenir (Oktar, 1996, s.68): Seçimlerin takvimi, iktidar partisinin kimliği, başka bir ifadeyle politik yelpazedeki yeri ve çıkar gruplarının güç dengesi ve etkinliğidir.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, politik iktidarlar seçim öncesinde oy maksimizasyonu sağlayacak ekonomi politikasını uygulamaya önem verirler. Böylece seçim öncesinde popülaritelerini artırmak isterler. Bu nedenle de, seçmenlere cazip gelecek genişletici politikaları uygulamaya koyarlar (Blackburn, Christensen, 1989, s.31). İkincisi, politik partiler genellikle dayandıkları seçmen kitlesinin taleplerini dikkate alırlar. Buna göre, muhafazakar partiler düşük enflasyona götürecektir sınırlayıcı politikalar uygularken, sol kanat partileri işsizliği azaltacak genişletici politikalarından yana olurlar. Üçüncüsü, çıkar gruplarının ekonomi politikasının yürütülmesinde önemli etkileri söz konusudur. Çıkar grupları ekonomi politikası üzerinde güçleri oranında etkide bulunarak, ekonominin kaynaklarından daha fazla pay kapmaya çalışırlar (Oktar, 1996, s.69).

Seçimlerle ilgili teşvikler Politik Konjonktür (Political Business Cycle) kuramı çerçevesinde incelenir. Bu kuramla ilgili yapılmış çok sayıda çalışma bulunmasına

karşın, özellikle William Nordhaus (1975) tarafından popülerize edilen bu kurama göre, politikacılar seçimlerden önce en uygun ekonomik koşulları yaratma çabası içerisine girerler. Bundan amaç, kamuoyunun beğeneceği ekonomik uygulamalar sonucunda prim yapmak ve seçimi kazanmak için gerekli desteği sağlamaktır. Bu teorilere göre düşük işsizlik veya yüksek büyüme hızı hükümetlere duyulan sevgiyi ve desteği arttırmaktadır. Kuşkusuz, iktidarın bunu başarabildiği oranda seçimi kazanma şansı da yüksek olacaktır.

Bu nedenle, politikacılar seçimi kazanmak uğruna hiçbir maliyetten kaçınmazlar. Üstelik, bunu bilinçli olarak yaparlar. Gerçekten, politikacılar seçim öncesinde uyguladıkları ekonomik politikanın seçim sonrasında büyük maliyetler yaratacağının bilincindedirler. Ancak seçimi kazanma ve böylece iktidarı koruma arzusu, politikacılar için her şeyin üstünde gelmektedir (Oktar, 1996, s.69).

Seçimi kazanma arzusu dolayısıyla iktidar partisi seçim öncesinde genişletici politikalara yönelir ve bunun sonucunda da ekonomi aşırı ölçüde uyarılır. Bir seçim ekonomisi işlemeye ve ekonomi hızla ısınmaya başlar ve bunun sonucunda da aldatıcı ve suni bir konjonktür oluşur. Bu, seçmenlerin mutlu olduğu ve böyle devam etmesini istedikleri bir ortamdır. İleriyi göremeyen, diğer bir ifadeyle miyop olan seçmenler, seçim sonrasında enflasyonu düşürmek için ihtiyaç duyulacak resesyona aldırılmadan ya da bunun farkında bile olmadan iktidar partisini verdikleri oylarla ödüllendirirler. Böylece, politik iktidarın başlattığı politik konjonktür, gereksiz bir ekonomik konjonktürün işlemesine neden olur (Alesina, 1989, s.57). Çünkü, makro ekonomik politikaların uygulanma zamanı, seçimlerin yapılmasıyla suni ve olumsuz biçimde etkilenir. Hatta, iktisadi ajanların beklentileri rasyonel olsa bile, seçim konjonktürü makro ekonomik koşulları değiştirebilir (Garfinkel, Glazer, 1994, s.169). Şöyle ki, GSMH, fiyatlar genel düzeyi, para arzı, döviz kuru gibi temel makro göstergelerde meydana gelen önemli değişimler hep seçim dönemlerine rastlamaktadır.

2.1.2.3.1.Çıkar Mücadelesi: Ekonomik ve Politik Hesaplar

Parleментар demokrasinin hakim olduğu ülkelerde politik sistemin üç temel aktörü söz konusudur. Bu aktörler seçmenler, politikacılar ve bürokratlardan oluşur. Politik sistemin bu vazgeçilmez üç aktörü birbirlerine sıkı bir ilişkiyle bağlıdır. Bu bağlılığı yaratan ve güçlü tutan unsur, çıkarların ortak olmasıdır. Seçmen, sınırlı

geliriyle tatmin düzeyini en yükseğe çıkarmak isterken, diğer bir ifadeyle fayda maksimizasyonu peşinde koşarken; politikacı, oylarını artırıp iktidara gelmek ve bunu sürdürmek ister. Bürokrat ise görevinde uzun süre kalabilmenin yanısıra, personel ve finansal olanaklarını artırabilmenin çabası içerisinde (Oktar, 1996, s.71).

Her üç aktör de sürekli olarak kişisel çıkar peşindedir. Ekonomik çıkarlarını korumak ve artırmak isteyen seçmen bunun ancak politikacının faaliyeti ile gerçekleşeceğini bilir. Buna karşılık, politikacı, seçimi kazanıp siyasi iktidarı ele geçirmenin ancak, daha çok sayıda seçmenin oyunu almakla mümkün olacağını bilincindedir. Bu durumda, “kişisel çıkar-oy alışverişi” kendiliğinden gündeme gelir (Savaş, 1993, s.3).

Seçilebilmek için seçmenin oyuna ihtiyacı olan politikacı sürekli politik yatırım peşindedir. Tüm davranışları fırsat kollamaya yöneliktir. Davranışlarını belirleyen temel etken ise oy kazancı sağlamaktır. Bu nedenle, politikacı, seçmen üzerinde daima etkili olmaya ve kendisine oy sağlayacak politik yatırım faaliyetleri izlemeye çalışır. Bu faaliyetler özellikle seçim dönemlerinde daha da belirginleşir. Oy peşinde koşan siyasi partiler, seçim dönemi yaklaştıkça, kamu mal ve hizmetlerini sınırsızca kullanıp, seçmeni etkileyerek kendi çıkarlarını korumaya ve artırmaya çaba gösterirler (Savaş, 1993, s.45).

Buna karşılık, seçmenler de kendilerine en düşük maliyetle en çok kamu hizmeti verecek ve toplumsal mal ve hizmet yararı sağlayacak politikacıyı tercihe yönelirler. Ancak burada tercihler uzun dönemli olmaktan çok, kısa dönemlidir. Seçmenler kişisel çıkarlarının tatminini arzuladıkları için, beklemeye tahammül edemezler ve taleplerinin hemen karşılanmasını isterler. Bu bakımdan bilinçli bir şekilde kısa dönemli tercihler ön plana çıkar. Çünkü seçmen, refah düzeyini geçici de olsa, ancak bu kısa dönemli karar ve uygulamalarla artırma olanağı bulabileceğini düşünür. Bu durum, ister istemez uygulanacak ekonomi politikasının da kısa dönemli olması sonucunu verir (Oktar, 1996, s.71-72).

Çıkar ilişkileri ağı içerisinde bürokrasinin önemli bir yeri vardır. Bürokrasi, politik iktidarın politikalarını uygulamada bir araç görevini görür. Bürokrasi kadrosu öncelikle yerini korumak amacıyla siyasi iktidarla ilişkilerini sağlam ve güvenli tutmak ister.

Siyasi otoriteye ne kadar yakın olursa, kendisini de o kadar güvencede hisseder. Aksi halde, siyasi iktidarın politikalarına karşı çıkmanın kendisini görevden edeceğini bilir. Bu durum, bürokrasiyi politik otoriteye bağımlı duruma getirir. Hükümetler de bundan kolayca yararlanma yoluna giderler. Denetimleri altında tuttıkları bürokrasi kadrosuna direktifler yoluyla sık sık müdahale ederler (Oktar, 1996, s.72).

2.1.2.3.2. Seçim Ekonomisi ve Ekonominin Politizasyonu

Politik yaşamın aktörlerinin kişisel çıkar dürtüsüyle hareket etmeleri nedeniyle politikada sürekli olarak kısa dönemli çıkarlara göre hareket etme eğilimi hakim olmaktadır. Seçmen genel olarak seçim dönemi elde ettiği kazanımlara bakarak hareket eder. Uzun dönemde refahı azaltacak olsa bile, seçmenler kısa dönemde kendilerine maddi yarar sağlayacak politikalara destek verirler. Bu nedenle de seçmenler, beklentileri gerçekleşmişse ya da gerçekleşme yönünde sinyaller alıyorsa iktidar partisini tercih etmekte tereddüt etmezler ve verdikleri oylarla da politikacıyı ödüllendirirler. Diğer yandan, politikacı da benzer kısa dönemli düşüncelerle hareket eder. Onun için de temel amaç gelecek seçimleri kazanmaktır. Eğer iktidar konumunda ise, yararları seçim öncesinde ortaya çıkacak ve seçmenleri kendisine oy vermeye yöneltecek politikaları yürürlüğe koyacaktır (Savaş, 1993, s.14). Tercih edilen politikalar genellikle seçim öncesindeki bir iki aylık dönem için seçmeni sevindirecek, başka bir deyişle gözlerini boyayacak politikalardan ileri gitmez. Kısaca seçim ekonomisi olarak adlandırılan bu politikalar, iktidarın, ekonominin dengelerini dikkate almaksızın yürüttüğü bir harcama açılımını ifade eder. Ne var ki, bu politikalar uzun dönemde toplumun geneline büyük maliyetler çıkarsa da uygulamaya konulmasından çekinilmez. Politikacı için önemli olan seçimi kazanmak olduğundan, seçimi kazandıran politika da en iyi politika sayılır. Oysa, bu politikaların uzun dönemde ekonomide dengelerin hızla bozulmasına ve enflasyon ve işsizlik başta olmak üzere birçok sorunun ortaya çıkmasına neden olduğu gözden kaçırılır (Oktar, 1996, s.73-74).

Politik iktidar seçim öncesinde ekonomiyi uyarmak istediğinde, muhtemelen uygulanması hem daha kolay hem de etkilerini hızla gösterecek olan ekonomi politikası araçlarını tercih eder. Üstelik, bu araçların, etki alanının seçmenlerin geniş bir bölümünü kapsayacak kadar geniş olmasına da dikkat eder. Transfer ödemelerinin yükseltilmesi, vergilerde indirime ya da ertelemeye gidilmesi seçim öncesi dönemde uygulanacak ekonomi politikası araçlarının başında gelir. Politik iktidarlar genellikle

transfer ödemelerinin yükseltilmesini, diğer politikalara tercih ederler. Çünkü, bu tür politikalar seçmenlerin ekonomik refahını hem doğrudan yükseltir hem de emekli, dul ve yetim gibi çok geniş bir kitleye hitap eder (Oktar, 1996, s.74-75).

2.1.2.3.3.Seçim Ekonomisi ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Yapılan araştırmalar merkez bankalarının bağımsız olduğu ülkelerde politik konjonktürün yaşanmadığı ya da etkisinin fazla büyük ve uzun süreli olmadığını ortaya koymaktadır. Örneğin Goodman (1992)'ın Fransa, İtalya ve Almanya üzerine yaptığı çalışmaların sonuçlarına göre, seçim öncesinde ekonomik koşulları etkilemek amacıyla yürütülen parasal politika üç ülkede büyük ölçüde farklılık göstermiştir. 1981 yılından önce Fransa ve İtalya'da seçim ekonomisi çok güçlü etkiler yaparken; Almanya'da bu etki çok sınırlı kalmıştır. Nitekim Fransa ve İtalya'da seçim sonrasında yüksek enflasyonla birlikte durgunluk yaşanırken, Almanya'da ekonomik istikrar varlığını korumuştur. Kuşkusuz bu sonuç üzerinde merkez bankalarının bağımsızlık derecelerindeki farklılığın doğrudan rolü söz konusudur. Daha açık bir ifadeyle belirtmek gerekirse, merkez bankasının bağımsızlık derecesi, hükümetin parasal tercihlerini politikaya dönüştürüp dönüştürmemesini belirlemiştir. Bundan dolayı da, parasal politika, merkez bankasının bağımlı olduğu ülkelerde, merkez bankasının bağımsız olduğu ülkelere oranla seçim baskılarından daha büyük oranda etkilenmiştir (Oktar, 1996, s.77-78).

Buna göre, merkez bankalarının kurumsal olarak bağımsız olması, yani politik otoritenin nüfuz ve müdahale alanının dışında kalması, seçim ekonomisinin uygulanmasına fırsat vermemekte ya da bunu en aza indirmektedir.

2.1.2.4.Merkez Bankasının Bağımsızlığına Yöneltilen Eleştiriler

Bağımsız merkez bankalarının para politikası konusunda olumlu ve başarılı sonuçlar elde edemedikleri yönündeki görüş pek gerçekçi olmamakla birlikte, yine de taraftar bulmaktadır. Bu bağlamda, merkez bankalarına yöneltilen en ciddi eleştiri, bağımsız bir merkez bankasının demokrasiyle bağdaşmadığı noktasında yoğunlaşmaktadır. Bu bankaların, seçilmiş ve halkın iradesini yansıtmakta olan bir parlamentonun denetimi dışında kalmaları demokratik sistemin ruhuna aykırı bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, merkez bankasının para politikası konusunda tek başına yetki ve otoriteyi temsil etmesi ve buna bağlı olarak siyasi iktidardan bağımsız

biçimde hareket edebilmesi, seçmen iradesine dayanmadığından demokratik geleneklere ve ilkelere aykırı bulunmaktadır (Cukierman, 1994, s.1443).

Bağımsızlığa yöneltilen ikinci eleştiri, merkez bankası bağımsız olsa da, kurum üzerindeki dolaylı ve informel baskılar tamamen son bulmaz (Alesina, 1989, s.83).

Merkez bankasının bağımsızlığına yöneltilen bir diğer eleştiri de, bağımsızlık olgusunun, hükümetin maliye politikası ile merkez bankasınca yürütülecek para politikası arasında olası çatışmaların doğmasına yol açmasıdır. Başka bir ifadeyle, para ve maliye politikasının koordinasyonunda bazı güçlüklerle karşılaşılmasıdır. Bu güçlükler, otoriteler arasında sorumluluk dağılımındaki belirsizlik sonucu ortaya çıkabileceği gibi, politikalar arasındaki amaç çatışmasından da kaynaklanabilir. Özellikle amaç çatışması politikaların etkinliğini bozacak ve azaltacak kadar önemlidir. Böyle bir çatışmanın varlığı, uyumlaşmamış politika araçlarının optimal altı seçimini ortaya çıkartır. Dolayısıyla yapılacak yanlış ve irrasyonel seçim uygulanacak politikanın başarısız kalmasına neden olur (Alesina, 1989, s.83).

2.1.3.Gelişmiş Mali Piyasalar ve Mali İstikrar

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi için gerekli olan başka bir önkoşul da güçlü bir mali sistemin gerekliliğidir. Bir ekonomide, özelde bankacılık sektörü ve genelde mali sistem zayıfsa, para politikaları verimli olmaz (Çolakoğlu, 2002, s.20). Çünkü zayıf bir mali sistem, para otoritelerinin para politikası araçlarını enflasyon hedefi dışında mali sistemin güçlendirilmesi amacı içinde kullanılmasını zorunlu kılacaktır. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesine geçmek isteyen ülkelerin öncelikle mali sistemlerini güçlendirmeleri gerekmektedir (Mishkin, 2000, s.9).

Güçlü bir mali sistemin varlığı, aynı zamanda mali baskınlığın ya da üstünlüğün olmaması anlamına da gelmektedir. Paya (2002) mali baskınlığı şu şekilde tanımlamıştır: Mali baskınlık, aşırı borçlanmış bir devletin sahip olduğu gelir imkanlarıyla yetinememesi ve bu nedenle mali piyasalara girerek burada hissedilir bir baskı yaratmasıdır. Diğer bir tanımlamaya göre mali üstünlük ya da baskınlık, kamu sektörü baskısının ekonominin tümü üzerindeki yoğunluğudur (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.30).

Mali üstünlük, daha çok zayıf ve etkinsiz vergi sistemine sahip ülkelerde ortaya çıkmaktadır. Zayıf vergi sistemi ile gelişmemiş para ve sermaye piyasalarının bir arada bulunması durumunda, özellikle gelişmekte olan ülkeler için kamu harcamalarının para basarak karşılanmasından başka yol kalmamaktadır. Borçların monetizasyonu olarak da adlandırılan bu yöntemin tartışmasız sonucu enflasyondur. Sonuç olarak, kamu açıkları ister iç borçlanma yoluyla isterse para basılarak karşılansın, her iki durumda da enflasyon hedeflemesinde ciddi sorunlar ortaya çıkacaktır (Akyazı, 2004, s.35). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı bir biçimde uygulanabilmesi için finansal piyasalar üzerindeki mali baskınlığı önlemenin tek yolu ise, maliye politikasını disipline etmek yani politikayı bütçe sınırları içerisinde kalacak bir biçimde uygulamaktır.

Mali istikrar, para politikasının mali sektörlerden kaynaklanan sorunların enflasyon hedefini olumsuz etkilememesi için önemlidir. Burada mali istikrar ile, krizlerden en az düzeyde etkilenecek, örneğin düşük risk priminin olduğu bir mali sistem ifade edilmektedir. Mali sistem, para politikasının güvenilirliğini destekler ve bu suretle de enflasyon hedefi için enflasyon beklentileri çapasına yardımcı olur (Carare ve diğerleri, 2002).

Fiyat istikrarı ile mali istikrarın aslında birbirini etkileyen koşullar olduğu söylenebilir. Biri olmadan diğerinin olması zorlaşmaktadır. Güçlü bir mali sistemin bulunmaması ekonomiyi mali krizlere karşı daha açık ve savunmasız hale getirmekte, yaşanan krizler sonrasında hem enflasyon tekrar yükselmekte, hem de reel ekonomik aktivitede çok ciddi daralmalar yaşanmaktadır (Uçak, 2003, s.22). Telatar (2002)'a göre, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi uzun dönemde mali istikrarı güçlendirmektedir. Bu görüşün temel dayanak noktası, mali bozukluklar ve krizlerin enflasyon ve faiz oranı istikrarsızlıkları ile birlikte gözleniyor olmasıdır. Buna göre, faiz oranlarındaki sert dalgalanmalar bankaların aktif değerlerinde büyük değişiklikler yaratmakta ve mali krizlerin ortaya çıkma olasılığını artırmaktadır. Buradan hareketle, fiyat istikrarının mali istikrarın sağlanması için de bir önkoşul olduğu söylenebilir.

Teorik olarak bu üç önkoşulu sağlayan ülkeler, enflasyon hedeflemesi rejimine dayalı bir para politikası uygulayabilmektedirler. Pratikte ise, otoritelerin enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayabilmeleri için belli ön hazırlıkları yapmaları gerekmektedir. Uygulamaya yönelik bu hazırlıklar stratejik özellikler ve uygulamaya

yönelik teknik özellikler başlıkları altında incelenmektedir (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.16).

2.2.Stratejik Özellikler

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin kendisinden beklenen performansı başarılı bir şekilde yerine getirebilmesi için belirtilen önkoşulların sağlanması yeterli olmamaktadır. Bunun yanı sıra enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir takım stratejik özelliklere sahip olması gerekmektedir. Bu özellikler hesap verebilirlik ve şeffaflık, güvenilirlik, esneklik ve ileriye yönelik bir yaklaşımın benimsenmesi olarak özetlenebilir.

2.2.1.Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık

Enflasyon hedeflemesi rejiminde önem taşıyan iki temel kavram, merkez bankasının sorumluluk alanının belirlenmesi ve şeffaf olması gereğidir. Gerek teoride gerekse uygulamada bu iki kavram birbiriyle çok yakın ilişki içindedir. Bir enflasyon hedeflemesi yaklaşımında, merkez bankasının sorumluluk alanı açık bir şekilde belirlenmeli ve faaliyetleri kamu tarafından algılanabilecek şekilde son derece açık ve anlaşılır olmalıdır (Öztürk, 2003, s.88). Ayrıca hesap verebilirlik ve şeffaflık kavramları, merkez bankasının bağımsızlığı ve güvenilirliği ile de bir bütünlük oluşturmaktadır.

Bunların her biri, enflasyon hedeflemesinin başarısı için çok önemli kavramlardır. Çünkü, enflasyon hedeflemesinde ilan edilen hedeflerin tutturulabilmesi, kamuoyunun bu hedefe ne ölçüde destek verdiğiyle bağlıdır. Kamuoyunun doğrudan doğruya bilgilendirilmesi ile para politikasının daha anlaşılır hale getirilmesi ve iktisadi davranışların ilan edilen hedef doğrultusunda yönlendirilmesi sağlanabilmektedir. (Debelle, 2000, s.7). Dolayısıyla, günümüzde şeffaflık ve hesap verebilirliğin ekonomi politikasının vazgeçilemeyecek iki unsuru olduğu söylenebilir. Her iki unsur da hem özel hem de kamu sektöründe doğru ve yerinde kararların alınmasına katkıda bulunarak, kaynak dağılımında, makro ekonomik istikrarda, ekonomik büyüme ve refahta ilerleme sağlamakta (Türkiye Bankalar Birliği, 1999, s.12) ve böylelikle de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uzun ömürlü olmasına katkıda bulunmaktadır.

Para politikası anlamında hesap verebilirlik, merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının sonuçlarından sorumlu tutulmalarını ifade eder (Türkiye Bankalar Birliği, 2003, s.3). Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, merkez bankası ya tek başına ya da hükümet ile birlikte sorumluluk 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, Yeni Zelanda'da olduğu gibi enflasyon hedeflemesi uygulamasında başarı sağlanamaması durumunda merkez bankasına verilecek ceza da belirlenebilmektedir. 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 bilgilendirmek durumundadır. Uygulamada farklılıklar görülebilmekle birlikte çoğu zaman merkez bankası, hedeflenen enflasyon oranından sorumlu olmaktadır (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.16).

Para politikası anlamında şeffaflık ise, para otoritelerinin uyguladıkları para politikalarına ilişkin bilgileri global piyasalardaki iktisadi ajanlar da dahil olmak üzere geniş bir kitleye yaymasıdır (Türkiye Bankalar Birliği, 2003, s.3). Merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi uygulamasında topluma karşı açık ve şeffaf olmaları gerekmektedir. Bu amaçla, toplumu bilgilendirmek için periyodik olarak enflasyon hedeflemesi uygulamasına ilişkin raporlar yayınlanmalıdır (Oktar, 1998, s.44). Ülke uygulamaları incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayanların kamuoyunu bilgilendirmek amacıyla değişen sıklıklarla enflasyon raporları yayınladıkları görülmektedir.

Lane (1996)'e göre, para politikası rejiminde şeffaflık ve hesap verebilirlik koşullarını içeren kurumsal düzenlemeler yapılması durumunda, iki sonuç ortaya çıkacaktır (Uçak, 2003, s.26-27):

İlki, parasal otoritelerin parasal sürprizler yaratarak enflasyonist güdülerini gerçekleştirme kabiliyeti kısıtlanacağı ve dolayısıyla zaman tutarsızlığına düşme riski azalacağı için para politikasının güvenilirliği artacaktır. İkincisi ise, para politikasına ilişkin belirsizliğin azalmasıyla, özel sektör ajanları riskleri daha sağlıklı bir şekilde

değerlendirme olanağına kavuşacaklarından, daha etkin kararlar alabileceklerdir. Bu da kaynakların tahsisinde etkinliği artıracaktır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temelinde belli bir enflasyon oranının belli bir dönemde gerçekleştirileceğine ilişkin bir taahhüt bulunmaktadır. Enflasyon hedefinin tam olarak tutturulması merkez bankasının bağımsızlığı, kredibilitesi, şeffaflığı, sorumluluk derecesi, kullanılan endeksin çeşidi, hedefin nokta veya aralık şeklinde ilan edilmesi ve zaman aralığı gibi pek çok unsurun optimal bir şekilde bir araya getirilebilmesine bağlıdır. Enflasyon hedefinin tutturulmasına yönelik uygulanan politikalar ne olursa olsun merkez bankalarının elinde olmayan nedenlerden dolayı bu taahhütlerin her zaman yerine getirilmesi imkan dahilinde olmayabilir. Bu gibi durumlarda, ortaya çıkabilecek istikrarsızlığı ve diğer sorunları önlemek amacıyla, merkez bankalarına önemli bir çıkış noktası sunulmaktadır. Kısaca kaçış yolu (escape clause) olarak da adlandırılan bu uygulamada, merkez bankalarının iradeleri dışında gerçekleşen fiyat seviyesini doğrudan etkileyen dolaylı vergi oranlarında önemli değişikliklerin olması, büyük arz şokları ve deprem, sel veya kurak iklim vb. doğal afetler ve felaketler gibi önemli gelişmelerin olması durumunda merkez bankalarına hedeften uzaklaşma imkanı verilmektedir (Öğretmen, 2004, s.15).

Uygulamaya bakıldığında, Kanada, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İzlanda, Yen Zelanda, Güney Afrika ve İsviçre dışında kaçış yolunun çok yaygın olarak kullanılmadığı görülmektedir. Kaçış yolu uygulamasının yaygın olarak kullanılmamasını doğal karşılamak gerekir. Çünkü, böyle bir uygulamanın kolayca kötüye kullanılması ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğinin azaltılması yüksek bir ihtimaldir (Akyazı, 2004, s.89).

2.2.2.Güvenilirlik (Kredibilite)

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, merkez bankasına ve hükümet politikalarına toplumun duyduğu güvenilirliğin çok büyük bir önemi vardır. Bu politikalara halkın güveni sağlanmadığı taktirde enflasyon hedeflemesi uygulamasının başarısından söz edilmesi pek mümkün olmamaktadır. Çünkü enflasyon hedeflemesinin başarısı, kamuoyunun enflasyon ile ilgili beklentilerini nasıl şekillendirdiğine bağlıdır. Ekonomik birimler tarafından, merkez bankasının ilan etmiş olduğu hedefin gerçekçi ve inandırıcı olduğu anlaşıldığında daha az ücret artışı talep edilecek, sözleşmeler daha

uzun süreli olacak ve fiyatlandırmada önemli rol oynayan döviz ve faiz gibi risk primleri de önemli ölçüde azalacaktır (Oktar, 1998, s.14).

Merkez bankaları şeffaf, tutarlı ve süreklilik arzeden para politikaları, doğru enflasyon öngörüsü ve bunların yayınlanmasıyla, sorumluluk alanlarını kamuoyuna iyi anlatabilmekte ve bu suretle kredibilitelerini yükseltmektedirler (Karasoy ve diğerleri, 1998, s.10).

Bir çok 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 zaten doğru olmayacaktır. Ancak fiyat istikrarına yönelik olumlu bir ilerlemenin kaydedilmesi ve gerekli kurumsal düzenlemelerin yapılması ile para politikasının güvenilirliğinin oluşması ve artırılması mümkün olabilmektedir (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.17).

2.2.3.Esneklik

Esneklik kavramıyla anlatılmak istenilen, enflasyon hedefine ulaşmak için, merkez bankasının kısa dönem makroekonomik gelişmeler karşısında, ne tür dengeleyici tepkiler verdiği, Merkez bankasının sorumluluk alanlarının genişletilmesi ya da daraltılması ile şeffaflığın artması ya da azalması merkez bankasının esnekliğini kısıtlayıcı ya da artırıcı etki yapabilmektedir. Bu nedenle şeffaflık ile esneklik arasında uygun bir dengenin kurulması, enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli stratejilerinden birini oluşturmaktadır (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.17). Merkez bankasına fazla esneklik tanıyan bir rejim kamuoyu güveninin sarsılmasına yol açabilirken, daha sıkı bir rejimin uygulanması ise reel ekonomide önemli bir istikrarsızlığı beraberinde getirebilecektir (Kaykusuz, 2004, s.6). Ancak hemen belirtmek gerekir ki, enflasyon hedeflemesi, şeffaflık ve hesap verebilirlik kriterlerine uygun bir strateji olduğundan dolayı iktisadi istikrarın sağlanmasında kredibilite kaybına yol açmadan esnek davranma olanağı sağlar (Schmidt-Hebbel, Tapia, 2002, s.128).

Svensson (1997), enflasyon hedeflemesini esneklik açısından, katı ve esnek enflasyon hedeflemesi olarak ikiye ayırmıştır. Katı enflasyon hedeflemesi stratejisinde

merkez bankası, sadece enflasyon hedefi ile ilgilenmektedir. Başka bir ifade ile para politikasının öncelikli ve tek amacı, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Bu yaklaşımda ayrıca enflasyon hedefinden sapma olması durumunda, merkez bankası mevcut enflasyon oranını enflasyon hedefine yaklaştırmak için olabildiğince hızlı ve katı bir para politikası uygulamaktadır (Debelle, 2000, s.3). Katı enflasyon hedeflemesine Yeni Zelanda'daki uygulama örnek olarak verilebilir. Yeni Zelanda'da para politikasının nihai amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirlenmiştir (Sherwin, 2000, s.9).

Esnek enflasyon hedeflemesinde ise merkez bankası, enflasyon hedefi ile birlikte faiz oranlarının istikrarı, döviz kurları, büyüme ve tam istihdam gibi diğer para politikası amaçlarını da hedefleyebilir. Burada merkez bankasının çoklu bir amaç ve hedef seti söz konusudur. Dolayısıyla bu yaklaşımda sorunların ve risklerin yaşanması olasılığı yüksek olacaktır. Bunun temel nedeni de, amaçlar arasında var olan çatışma ve güçlü etkileşimdir (Akyazı, 2004, s.49).

2.2.4.İleriye Yönelik Bir Yaklaşımın Benimsenmesi

Ekonomideki belirsizlikleri azaltmak amacı ile merkez bankası, enflasyon hedeflerini ve politikalarını ileriye dönük olarak belirlemektedir (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.17).

Enflasyon öngörülere, enflasyon hedeflemesi rejiminde çok önemli bir role sahiptir ve uygulamada da temel olarak alınmaktadır. Öngörülen ve hedeflenen enflasyon oranları arasında bir fark olduğu zaman para otoriteleri, bu farkı giderecek şekilde müdahalelerde bulunurlar. Örneğin öngörülen enflasyonun hedeflenen enflasyondan daha yüksek olacağı yönünde bir beklenti var ise sıkı para politikası, öngörülen enflasyonun hedeflenen enflasyondan daha düşük düzeyde olacağı yönünde beklenti olması durumunda da gevşek para politikası uygulanmaktadır (Kadioğlu ve diğerleri, 2000, s.18).

Telatar (2002)'a göre, enflasyonun tam olarak kontrol edilememesinin temel nedenleri, aktarma mekanizmasındaki belirsizlik ve gecikmeler ile para politikası dışındaki faktörlerin, özellikle de kontrol edilemeyen şokların ekonomi ve enflasyon üzerinde yarattığı etkilerdir. Bu nedenle enflasyon hedefi, ileriye yönelik olmalı ve para

politikasındaki değişiklikler ve bu değişikliklerin enflasyonu etkilemesi açısından potansiyel olarak varolan uzun gecikmeleri dikkate almalıdır.

Enflasyon hedeflemesi, enflasyon beklentilerini istikrara kavuşturmak açısından diğer para politikalarına kıyasla daha yüksek bir potansiyele sahiptir. Enflasyon beklentilerindeki dalgalanmalar, ekonomik istikrarsızlığın en önemli kaynaklarından birisidir. Bu yüzden enflasyon beklentilerini istikrara kavuşturmak ekonomideki istikrarın önemli bir tamamlayıcısıdır (Svensson, 1997, s.7).

2.3.Uygulamaya Yönelik Teknik Özellikler

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısında etkili olabilecek uygulamaya yönelik teknik özellikler aşağıdaki gibidir.

2.3.1.Enflasyon Tahmin Model ve Yöntemlerinin Geliştirilmesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olabilmesi için, enflasyon tahminlerinde kullanılacak ekonometrik modellerin ileri düzeyde olması gerekir. Çünkü enflasyon hedefi stratejisi, ileriye dönük bir para politikası stratejisidir. Dolayısıyla tahminlerin doğru, güvenilir ve hassas bir şekilde yapılması zorunluluğu vardır. Bunun için, merkez bankasının tahminlerinde ihtiyaç duyacağı tüm verilere hızlı bir şekilde ulaşabilmesi gerekir. Bir başka ifade ile, çok geniş bir veri setine ihtiyaç duyulmaktadır (Akyazı, 2004, s.38).

Uygulamada en yaygın olarak kullanılan modeller aylık enflasyon tahmin modelleridir (Vector Autoregression Models- VAR). Ancak, gelişmekte olan ülkelerde yeterli tarihsel verinin bulunmaması ve istatistiksel bilgilerin gerektiğince toplanamaması gibi sorunlar nedeniyle enflasyonun tahmin edilmesi amacıyla kurulan modellerde zorluklar yaşanmaktadır. Özellikle de geleceğe yönelik uzun vadeli enflasyon tahminleri yapmak, gelişmekte olan ülkelerin yapısal ve ekonomik istikrara ilişkin sorunları nedeniyle oldukça güçleşmektedir (Kaykusuz, 2004, s.7-8).

2.3.2.Kamuoyu Tarafından Anlaşılmasının Sağlanması

Merkez bankalarının uyguladığı enflasyon hedeflemesi programının başarılı olabilmesi için hedeflerin basit ve toplum tarafından anlaşılır olması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel ilkeleri olan merkez bankasının hesap

verebilirlik ve şeffaflık prensiplerine bağlı olarak kamuoyunu bilgilendirmek amacıyla hazırlanan raporlarda da bu açıklığa önem verilmesi gerekmektedir. Uygulanan rejimin kamuoyu tarafından anlaşılması, aynı zamanda merkez bankasının güvenilirliğinin artmasını sağlayacaktır (Alparslan, Erdönmez, 2000, s.19).

2.3.3.Mali Sektör Reformlarının Uygulanması

Diğer para politikalarında olduğu gibi, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanması da gelişmiş ve etkin işleyen mali piyasaların bulunması ile mümkündür. Mali sistemin etkinliğinin artırılması amacıyla uygulamaya geçmeden önce bankacılık sistemi güçlendirilmeli, faiz oranları deregüle edilmeli, döviz kuru işlemleri liberalleştirilmeli ve banka, menkul kıymetler borsaları, vb. mali kurumların gözetim ve denetim mekanizması oluşturulmalıdır (Kaykusuz, 2004, s.8).

2.4.Enflasyon Hedeflemesinin Yapısı

Enflasyon hedeflemesine geçilirken uygulamanın gelişimini ve başarısını etkileyebilecek olan hususlarda karar verilmesi zorunluluğu gündeme gelmektedir. Bu hususlar, a) hedeflemede enflasyon oranı veya fiyat düzeyi seçeneklerinden hangisinin tercih edileceği, b) hedeflemenin enflasyon oranı üzerinden yapılıyorsa bunun için hangi endekse bağlı enflasyonun seçilmesi gerektiği (TEFE, TÜFE, GSMH veya GSYİH zımni deflatörü), c) hedeflemenin belli bir nokta veya banttıan hangisine göre yapılacağı, d) seçimi belli bir bant yönünde yapılmışsa bu bandın genişliğinin ne olması gerektiği, e) hedeflemenin ne süreyle uygulanacağı, f) hedefin kim tarafından ilan edileceğidir (Malatyalı, 1998, s.5).

2.4.1.Enflasyon Oranı-Fiyat Düzeyi Seçimi

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında, enflasyon oranının kendisi mi hedeflenmelidir, yoksa fiyat seviyesi mi hedeflenmelidir? Bu, hala sürüp giden bir tartışma konusudur. Aslında her ikisinin de amacı ekonomideki fiyat istikrarını sağlamaktır. Ancak, fiyat seviyesi hedeflemesi ve enflasyon oranı hedeflemesi hem ifade ettikleri anlam bakımından hem de meydana getirdikleri sonuçlar bakımından birbirlerinden farklılıklar göstermektedir (Öztürk, 2003, s.69-70).

Malatyalı (1998)'ya göre, enflasyon oranının tam anlamıyla kontrol edilebilmesi durumunda, her iki değişkenin hedeflenmesi aynı sonucu verebilecekken, uygulamada

enflasyonu tam anlamıyla kontrol edebilmek pek mümkün değildir. Bu nedenle, yapılan tercihe göre hedeften sapmaların düzeltilmesi hususundaki uygulamaların neden olabileceği sonuçlar farklılık taşımaktadır. Enflasyon oranlarının hedeflenmesi durumunda, hedeften sapmaların oluşması halinde geçmişteki bu sapmaların bir sonraki dönemde tekrar edilmemesine çalışılarak ve merkez bankası tarafından gerekli önlemler alınarak politikaların uygulamalarına bir sonraki dönemde devam edilir. Fiyat düzeyinin hedeflenmesi durumunda ise, hedeflenen fiyat düzeyinden sapma olması halinde (hedefin aşılması durumu), uygulanan politikalara kamuoyunun güveninin devamının sağlanmasına yönelik olarak, fiyat düzeyinin hedeflenen düzeye geri çekilmesi gerekebilir. Bu ise ekonomide deflasyonist sonuçların doğabileceği anlamına gelmektedir. Bu bağlamda Mishkin (2000b), fiyat düzeyinin hedeflenmesi halinde meydana gelebilecek deflasyonist sürecin, mali istikrarsızlığa yol açacağını savunmaktadır. Bu nedenle Fischer (1994), fiyat düzeyi hedeflemesinin, enflasyon oranı hedeflemesine göre kısa dönemde daha yüksek enflasyon değişkenliğine sebebiyet verdiğini ve buna bağlı olarak da üretimde daha fazla salınımlara neden olduğunu iddia etmektedir.

Fiyat düzeyinin hedef değişken olarak seçilmesi nedeniyle ortaya çıkabilecek diğer bir sakınca da, hedefin aşırı ya da eksik biçimde tahmin edilmesidir. Bu durumda fiyatların uzun dönemli tahminlerindeki sapma azalırken, kısa dönemde para politikasına ilişkin değişkenlik önemli ölçüde artmaktadır (Oktar, 1998, s.48).

Mishkin ve Hebbel-Schmidt (2002)'e göre, fiyat düzeyi hedeflemesinin, enflasyon oranı hedeflemesine nazaran temel avantajı, fiyat düzeyine ilişkin tahminlerin uzun sürelerle yayılmasından oluşan belirsizlikleri azaltmasıdır. Bernanke ve Mishkin (1997) enflasyon oranı hedeflemesinin, beklenmedik şokların fiyat düzeyi üzerinde yarattığı etkileri kesinlikle ortadan kaldıramadığını ifade etmektedirler. Bu nedenle, kısa dönemde fiyat istikrarı sağlansa bile uzun dönemde fiyat düzeyinin ne olacağı konusunda belirsizlikler söz konusu olmaktadır. Bu belirsizlikler neticesinde de uzun dönemli planlama yapma güçleşmekte ve dolayısıyla ekonominin etkinliği azalmaktadır.

Literatürde enflasyon hedeflemesi rejiminin, enflasyon oranının kendisinin mi esas alınarak yapılması halinde daha iyi sonuç vereceği hususunda tam bir uzlaşma

olmamasına rağmen, özellikle deflasyonist dönemlerin çok sık olması riskinden dolayı fiyat seviyesinin hedeflenmesi yaklaşımı dünyada pek fazla ilgi görmemiş, ülkeler genellikle enflasyon oranı hedeflemesini benimsemişlerdir. Günümüze kadar da sadece İsveç'te, 1931-1937 yılları arasında fiyat seviyesi hedeflemesi açık olarak uygulanmıştır (Akyazı, 2004, s.54-60).

2.4.2. Fiyat Endeksinin Seçimi

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında, hedef belirlendikten sonra karar verilmesi gereken en önemli ve öncelikli konu, hedef enflasyonun ölçülmesinde ne tür bir endeksin kullanılacağıdır. Oktar (1998)'a göre seçilecek endeks, son derece açık, güvenilir ve kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilir olmalıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan pek çok ülkede enflasyonun göstergesi olarak, genellikle tüketici fiyat endeksi (TÜFE) kullanılmaktadır.

Oktar (1998)'a göre, TÜFE, özellikle kamuoyu tarafından anlaşılması ve izlenmesi kolay olduğundan, beklentilere odaklandığından ve düzenli yayınlanan bir endeks niteliği taşıdığından tercih edilmektedir. TÜFE, hedef enflasyon oranının ölçülmesinde en uygun endeks olmakla birlikte, bu endeks kapsamında yer alan bazı maddelerin fiyatlarının para politikasından çok bazı dışsal unsurlardan etkilenmesi, diğer bir ifadeyle para politikasının kontrolü dışında olması, bu endeksin enflasyon hedeflemesinde kullanılması açısından sakıncalar yaratmaktadır. Bu tür dışsal unsurlar; a) gıda fiyatları üzerinde etkili olan iklim koşullarındaki değişiklikler, b) doğalgaz, benzin gibi hammadde fiyatları üzerinde etkili olan dünya genelindeki arz-talep dengesi, c) maliye politikasındaki değişiklikler nedeniyle ortaya çıkan dolaylı vergi artışlarıdır (Öğretmen, 2004, s.9). Bu kalemlerin fiyatlarındaki değişikliklerin para politikasının kontrolünün dışında olması dolayısıyla, kısa dönemde TÜFE'de aşırı dalgalanmalar meydana gelebilecektir. Buna verilebilecek en iyi örnek, merkez bankasının kontrolünde olmayan ve dönemler itibariyle dalgalı bir seyir izleyebilen, gıda ve enerji fiyatlarıdır. Bu kalemlerin fiyatlarının kısa dönemde reel şoklardan önemli ölçüde etkilendiği, bu nedenle de uzun dönemde enflasyonun gidişatı hakkında çok fazla bilgi vermediği kabul edilmektedir (Duman, 2002, s.10).

Bu nedenle bazı ülkelerde, para politikasının doğrudan etki alanı içine giren mallardan oluşan bir endeks (çekirdek enflasyon ya da temel enflasyon) tercih edilmektedir. Çekirdek enflasyon, bazı mal grupları ile fiyat değişmelerine neden olan birtakım unsurların enflasyon endeksinden çıkarılması sonucu ulaşılan bir enflasyon tanımıdır (Akyazı, 2004, s.68). Çekirdek enflasyonun elde edilebilmesi için TÜFE'den çıkarılacak kalemler, ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bununla birlikte gıda ve enerji fiyatları, ipotek faiz ödemeleri, kamu tarafından belirlenen fiyatlar, ulaşım maliyetleri ve dolaylı vergiler (KDV) gibi kalemlerin yaygın olarak endeks kapsamından çıkarıldığı görülmektedir. Örneğin, Yeni Zelanda hedeflemeye ilk başladığı dönemde dolaylı vergiler, sübvansiyonlar ve faiz maliyetlerini dışladığı bir tüketici fiyatları endeksini hedeflerken, İngiltere ipotek faiz oranlarının hariç tutulduğu RPIX (Retail Price Index Excluding Mortgage Interest Payments) endeksini hedeflemiştir. Ancak bu tür endeks hedeflemeleri durumunda, merkez bankaları kamuoyuna endeksin nasıl hesaplandığını, hangi mal gruplarının dışarıda bırakıldığını ve TÜFE ile nasıl ilişkilendirildiğini açıklamak durumunda olacaklardır (Usta, 2003, s.18-19).

Hedef enflasyonun ölçülmesinde, TÜFE'den kaynaklanan bazı sorunların ortadan kaldırılması için çekirdek enflasyonun kullanılması yoluna gidilmesi, sorunların tam olarak ortadan kalktığı anlamına gelmemektedir. Çekirdek enflasyon oranının kullanımına getirilecek en temel eleştiri, çekirdek TÜFE'nin TÜFE enflasyon oranı kadar şeffaf olmayacağı yönündedir (Öztürk, 2003, s.81-82).

2.4.3. Hedef Enflasyon Oranı

Enflasyon hedeflemesinde, hedef enflasyon oranının ne olması gerektiği konusu, temel sorunlardan birisidir. Özellikle düşük enflasyonlu ülkeler için karar verilmesi gereken konu, enflasyonun optimal oranının ne olduğudur. Aslında bu sorunun bir boyutu, fiyat istikrarının ne anlama geldiği ile de yakından ilişkilidir. Fiyat istikrarının ne anlama geldiği konusunda hem teorik hem de uygulama bazında önemli görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Bununla birlikte teoride fiyat istikrarı denildiğinde, daha çok sıfır enflasyon oranı anlaşılmakta, buna karşılık uygulamada fiyat istikrarı denildiğinde ise düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı anlaşılmaktadır (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2000,s.27). Telatar (2002)'a göre fiyat istikrarı, fiyat düzeyinin sabit kalması anlamına gelmemekte; ekonomik karar birimlerinin gerek üretim ve tasarruf, gerekse yatırım

alanlarındaki karar verme süreçlerini bozmayacak, önlerini görebilmelerini sağlayacak kadar düşük bir enflasyon oranının sağlanması ve sürdürülmesini ifade etmektedir.

Bu bağlamda, literatürde uzun dönemde fiyat istikrarını temsil edebilecek optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği hususunda farklı görüşler bulunmaktadır. Feldstein (1997) ve Poole (1999), pozitif enflasyonun, merkez bankasının güvenilirliğini zedeleyeceği ve kamuoyunun enflasyon beklentilerinde istikrarsızlığa yol açacağı gerekçesiyle para otoritesinin uzun dönemde amacının, sıfır enflasyon olması gerektiğini savunmaktadırlar. Akerlof, Dickens ve Perry (1996), nominal ücretlerin ve fiyatların aşağı doğru yapışkan olmasından dolayı, sıfır enflasyonun ekonomide verimsizliğe ve doğal işsizlik oranının yükselmesine neden olacağını ifade etmektedirler. Mishkin ve Hebbel-Schmidt (2002) ise, sıfır enflasyonun özellikle gelişmiş ülkelerde deflasyona ve mali istikrarsızlığa yol açacağını savunmaktadırlar.

Teoride optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği konusundaki tartışmalar devam ederken, son dönemlerde yapılan çalışmalarda sıfır enflasyon oranından ziyade düşük seviyelerde fakat pozitif bir enflasyon oranının ekonomi açısından daha yararlı olacağı yönünde genel bir konsensus oluşmuştur (Usta, 2003, s.21). Fischer (1994), %1-%3 arası pozitif enflasyon oranının optimal olduğunu savunmuştur.

Sıfır enflasyon hedefinden daha çok pozitif bir enflasyon hedefinin kabul edilmesindeki temel gerekçeler şu şekilde özetlenebilir (Debelle, 1997, s.11-12; Tutar, 2002, s.10-11; Karasoy ve diğerleri, 1998, s.21-22; Kadioğlu ve diğerleri, 2000, s.15-16; Oktar, 1998, s.54-55):

- Enflasyon hedefinin sıfır ya da sıfıra çok yakın bir oran olacak şekilde belirlenmesi halinde, para politikasının etkinliği olumsuz yönde etkilenecektir. Çünkü sıfır enflasyon durumunda, özellikle deflasyonist dönemlerde para politikasının önemli araçlarından birisi olan kısa dönem faiz oranını etkili bir şekilde kullanmak mümkün olmayacaktır. Bu durum, merkez bankasının para politikası üzerindeki etkisini azaltabilecektir. Örneğin, enflasyon oranının sıfır olması durumunda, resesyon dönemlerinde ekonomiye canlılık kazandırmak amacı ile faiz oranlarını düşürmek olanaksız olacaktır.

- Aşağı doğru esnek olmayan ücret ve fiyatlar dolayısıyla sıfır enflasyon durumunda, belirli endüstri ve bölgelerde ortaya çıkabilecek emek talebindeki azalışların reel ücretlerin azaltılması yoluyla önlenmesi mümkün olmayacaktır. Bu nedenle işsizliğin artması ve daralan sektörlerden genişleyen sektörlerde emeğin yeniden dağılımının engellenmesi gibi bir takım sorunlar ortaya çıkacaktır. Özetle, çok düşük veya sıfır enflasyon oranı, emek piyasasında esnekliği azaltabilir ve büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratabilir.
- Enflasyon hedeflemesinde, düşük pozitif bir enflasyon hedefinin olması gerektiği konusunda ileri sürülen bir gerekçe de, doğru enflasyon oranının ölçülen enflasyon oranından daha düşük olduğu şeklindedir. Enflasyon oranının ölçümünde, ülkelere göre farklılık gösterebilen, bazı kategorilerde yukarı doğru eğilim (yanlılık) şekilleri söz konusudur. Dolayısıyla gerçek anlamda sıfır enflasyonun bilinen endekslerde bir miktar enflasyona denk geldiği kabul edilmektedir. Bunun temelinde, ürünün kalitesindeki değişimin ve yeni ürünlerin ekonomiye etkilerinin, nispi fiyatlarda yol açacağı değişimlerin istatistik kurumları tarafından tam ve yeterli çabuklukta ölçülüp, bilinen fiyat endekslerine yeterince yansıtılamaması yer almaktadır. Bu nedenle TÜFE'den yararlanılarak hesaplanan enflasyon oranları, yukarı doğru olan eğilimin ölçülmesi temeline dayanmaktadır.

Bu açıklamalar ışığında, enflasyon hedeflemesinde sıfır enflasyon hedefinin pek doğru bir yaklaşım olmayacağını söylemek mümkündür. Nitekim uygulamada, düşük ve istikrarlı enflasyon hedefinin %1 ile %3'ler arasında algılanması da bunun bir kanıtı olarak gösterilebilir.

2.4.4. Hedefin Büyüklüğü

Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler arasında hedefin belirlenmesinde bir takım farklılıklar görülmektedir. Uygulamalara bakıldığında ülkeler, enflasyon hedefi için ya bir nokta hedefi (%2), ya bir bant hedefi (%0-%3) ya da bir enflasyon tavanı (üst sınır) (<%3) seçmişlerdir. Üst sınırın da nokta hedef olarak kabul edilebilmesi durumunda, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeleri “bant hedef” ve “nokta hedef” uygulayan ülkeler olarak iki ana kategoriye indirgemek mümkündür (Akyazı, 2004, s.78). Hedefin, nokta mı yoksa bir bant aralığı mı olacağı seçimi, uygulanacak

politikanın güvenilirliği ve esnekliği arasında bir ikameyi içermektedir (Duman, 2002, s.11). Svensson (1999), enflasyon hedefinin bir nokta hedef olarak belirlenmesinin, merkez bankasının hedefe uygun hareket edip etmediğinin değerlendirilmesini kolaylaştıracağını ve dolayısıyla para politikasının güvenilirliğini artıracığını, fakat diğer taraftan bant aralığına göre tutturulabilmesindeki zorluk nedeniyle de politikanın esnekliğini önemli ölçüde azaltacağını belirtmiştir.

2.4.4.1. Nokta Hedeflemesi

Nokta hedeflemesinde ülkeler, örneğin %2 gibi bir enflasyon oranı hedeflemekte ve para politikasını bu hedefe göre ayarlamaktadırlar. Nokta hedeflemesinde en büyük sorun, hedefin tutturulmasının bant ve tavan hedeflemelerine kıyasla daha zor olmasıdır. Bu nedenle hedefin tutturulamaması durumunda, uygulanan politika güvenilirlik kaybına uğrayabilir ve bu da politikanın devamı için sorun oluşturabilir. (Uçak, 2003, s.31; Kadioğlu ve diğerleri, 2000, s.17). Ayrıca Debelle (1997), nokta hedef seçilmesi durumunda, özellikle kısa dönemde hedefi tutturabilmek amacı ile merkez bankalarının para politikası enstrümanlarını yoğun olarak kullanabileceklerini ve bu şekilde de piyasalarda dalgalanma yaratabileceklerini belirtmektedir. Fakat bunun yanında, Meyer (2001)'e göre, enflasyon hedefinin nokta olarak belirlenmesi, enflasyon beklentileri için daha belirgin bir hedef sağlamaktadır.

Nokta hedef uygulamasının, para politikasının esnekliğini önemli ölçüde azaltması ve para politikalarında her zaman ince ayarlamaların yapılmasını gerektirmesi gibi olumsuz yönlerine karşılık; enflasyon beklentileri için doğru ve daha belirgin bir çapa olma özelliği taşıması, kamuoyu tarafından daha iyi algılanabilir olması, enflasyon konusunda merkez bankasının daha ciddi olduğunu göstermesi ve hedefin tutturulmasına bağlı olarak güvenilirliği hızlı bir şekilde artırması gibi bir takım olumlu yönleri de bulunmaktadır (Akyazı, 2004, s.83).

2.4.4.2. Bant Aralığı Hedeflemesi

Bant aralığı hedeflemesinde, örneğin %0-3 gibi bir hedef aralığı belirlenmektedir. Uygulamada oldukça yaygın olarak kullanılan bant aralığı hedeflemesi yönteminin en önemli avantajı, hedefin tutturulmasında merkez bankalarına esneklik sağlamasıdır.

Bant uygulamasının yaygın olarak kullanılmasının sebebi, gelecek dönem enflasyonunun tahminindeki zorluklar, dışsal şok olasılıkları, para politikası araçlarının etkin kullanılmaması ve siyasi belirsizlikler gibi nedenlerden dolayı tek bir oran üzerinden ilan edilen enflasyon hedefinin tutturulabilme olanağının her zaman mümkün olmaması ve bu orandan sapmaların olması durumunda uygulanan politikaları zora sokacak şekilde güven kaybının oluşmasıdır (Usta, 2003, s.20; Öğretmen, 2004, s.11).

Diğer taraftan belli bir aralığın hedeflenmesi durumunda, bu aralığın ne kadar olması gerektiği konusu önem taşımaktadır. Bu noktada dar ve geniş olmak üzere iki tür band uygulamasından söz edilebilir.

Dar bir hedef bandın uygulanması, kamunun merkez bankasının enflasyonu düşürmede daha istekli, güçlü ve ciddi olduğunu düşünmesine, yani merkez bankasının kredibilitésinin artmasına neden olmaktadır. Fakat, diğer taraftan bant aralığının daralması durumunda, merkez bankasının daha büyük bir taahhüt altına girecek olmasının yanısıra tek bir oranın hedeflenmesine benzer riskler de artacaktır (Mishkin, 2000, s.14).

Geniş bir band uygulaması ise, para politikası uygulamalarında esnekliğin artmasına yardım etmekle birlikte, merkez bankasının enflasyon hedefine bağlılığı konusunda kamuoyu ve piyasalarda şüpheler uyandıracak ve dolayısıyla da politikanın kredibilitésini azaltacaktır (Duman, 2002, s.11).

Yapılan açıklamalardan yola çıkarak, bant aralığının ne olması gerektiği konusunun önemine karşılık bu konuda henüz bir fikir birliğinin oluşmadığı gözlenmektedir. Literatürdeki değişik çalışmalarda bant aralığının; enflasyon oranındaki değişkenlik, enflasyon hedeflemesindeki zaman aralığı, para politikasının uygulamasındaki ihtiyarilik derecesi, merkez bankasının bağımsızlığı ve merkez bankasına duyulan güvenin seviyesi gibi değişik etmenlere bağlı olduğu vurgulanmıştır (Akyazı, 2004, s.82). Örneğin, Malatyalı (1998), düşük güvenilirliğe sahip merkez bankalarının güvenilirliğini tekrar sağlayabilmeleri için, bant aralığının geniş olmasının yararlı olacağını savunmaktadır. Bu durumda, kredibilitésini görece düşük olan merkez bankalarının, optimal genişlikte bir bant belirlemesi ve bunu uygulamalardan

elde edilecek başarılarla paralel olarak zaman içerisinde daraltmalarının uygun bir yol olacağı söylenebilir.

2.4.5. Hedefleme Süresi

Mishkin (2000)'e göre, para politikası, ekonomiyi ve özellikle enflasyonu uzun gecikme süreleriyle etkiler. Bu nedenle hedefleme süresi (zaman aralığı), enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısına doğrudan etki eden unsurların başında gelmektedir. Hedefleme süresi, hedef enflasyonun ilan edildiği dönemin başlangıcı ile hedefin gerçekleştirilmesini beklenildiği dönem arasındaki süreyi ifade etmektedir (Öğretmen, 2004, s.12).

Hedeflenen enflasyona ulaşmak için belirlenen süreçte, öncelikle başlangıçtaki enflasyon oranı ile hedeflenen dönem sonundaki oran arasındaki farkın değeri önemli bir yer tutmaktadır (Uçak, 2003, s.32). Uygulamada, genellikle, enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen gelişmiş ülkelerin enflasyon oranlarının yüzde 0-10 aralığında seyrettiği göze çarpmaktadır. Bu ülkeler, para politikasında meydana gelen gecikmeleri dikkate alarak bir uygulama dönemi belirlemişlerdir. Gelişmiş ülkelerde, enflasyon için para politikasından kaynaklanan gecikmeler, tipik olarak iki yıllık bir zaman sürecinde değerlendirilir. Debelle (1997) başlangıç enflasyonunun, hedeflenenden farklı olduğu durumlarda uygulama süresinin bu farka göre en az iki yıl olması gerektiğini belirtmiştir. Başlangıçtaki enflasyon oranının düşük olduğu ülkeler ise, hedefleri hemen uygulayabilmektedirler. Yani, enflasyon oranı başlangıçta düşük olan ülkelerin uygulamaya hemen geçtikleri, buna karşılık enflasyon oranı hedeflenenden daha yüksek olan ülkelerin bir geçiş dönemi yaşadıkları görülmektedir.

Bernanke ve diğerleri (1999), çok kısa ve çok uzun hedefleme dönemlerinin anlamsız ve birtakım sorunlara neden olabileceğini vurgulamışlardır. Enflasyon hedeflemesi para politikasında zaman aralığının çok kısa veya çok uzun belirlenmesi durumunda ortaya çıkabilecek sorunları şu şekilde özetlemek mümkündür (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2000, s.13-14; Mishkin, 2000b, s.210-211):

Zaman aralığının çok kısa olması durumunda, enflasyon hedefine ulaşılması zor ve maliyetli olabilir. Çünkü, örneğin, fiyat şoklarının ortaya çıktığı dönemlerde merkez bankası hedefi tutturabilmek için şoklara karşı aşırı reaksiyon göstermek zorunda

kalacaktır ve bu nedenle de üretim, faiz ve döviz kurları gibi değişkenlerde önemli dalgalanmalar meydana gelecektir. Ayrıca çok kısa zaman aralığında hedefin tutturulmak istenmesi hem enflasyonun kontrol edilebilirliği problemine hem de politika araçlarında meydana gelecek aşırı dalgalanma sebebiyle araç istikrarsızlığına neden olabilecektir. Bu durum, enflasyon hedeflemesi politikalarının başarısını olumsuz etkileyecek ve enflasyon hedeflemesi stratejisine olan güveni önemli ölçüde azaltacaktır. Bu sorunların giderilebilmesi için Mishkin (2000a), enflasyon hedefinin, iki yıl önceden belirlenip ertesi yıl uygulamaya geçirilmesini önermektedir.

Hedef döneminin çok uzun tutulması halinde ise, hedefin enflasyon beklentilerini yönlendirmedeki rolü önemli ölçüde azalacaktır. Diğer bir ifadeyle enflasyon hedefinin beklentiler için “çapa” olma özelliği ortadan kalkacaktır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin bir anlamı kalmayacaktır.

Bu olumsuzluklar göz önünde bulundurularak, başarılı bir uygulama için, ülkelerin koşulları çok iyi analiz edilmeli ve bu analiz sonucunda da hedef için optimum süre belirlenmelidir.

2.4.6. Hedefin İlanı

Enflasyon hedeflemesi politikasının başarıya ulaşabilmesi için uygulayıcıların aynı zamanda kamuoyunun desteğini alması gerekir. Bu nedenle de politikaya ilişkin hedefler konusunda kamuoyunun aydınlatılmasına ve bilgilendirilmesine ihtiyaç vardır (Kahn, Parrish, 1998, s.8). Oktar (1998)’e göre, enflasyon hedeflemesi yaklaşımının başarısı, büyük ölçüde ekonomik birimlerin resmen ilan edilmiş hedefi kabul edip etmemelerine bağlıdır. Yapılan enflasyon hedefi tahminlerini güvenilir kılmamanın en önemli aracı ise hem enflasyon hem de çıktı hedeflerini birlikte açıklamaktır. Ancak bunu yaparken, her iki hedefin birbirleriyle tutarlı olmasına dikkat edilmelidir.

Enflasyon hedefinin ilan şekli, hükümet ve merkez bankası arasındaki uyumu göstermesi açısından büyük önem taşımaktadır. Nitekim hedefin ilan şekline bakarak, hedef üzerinde kimin daha fazla inisiyatife sahip olduğunu, merkez bankasının tam bağımsız olup olmadığını ve enflasyon hedefi üzerinde birden fazla kurumun etkili olup olmadığını anlamak mümkündür (Malatyalı, 1998, s.6). Orta vadede enflasyon hedefinin hükümet tarafından mı, yoksa merkez bankası tarafından mı belirlenmesi

gerektiği konusu, uygulamanın yapıldığı ülkedeki koşullar dikkate alınarak yanıtlanması gereken bir sorun durumundadır (Telatar, 2002, s.207).

Uygulamada enflasyon hedefi, genellikle merkez bankası (İsveç, Polonya) tarafından ilan edilmektedir. Bazı ülkelerde (Kanada, Yeni Zelanda) ise, merkez bankası başkanı veya ekonomiden sorumlu bakan ile maliye bakanı tarafından kamuoyuna duyurulmaktadır. İngiltere ve Norveç'te ise, enflasyon hedeflemesi ilanı başbakan tarafından yapılmaktadır (Öğretmen, 2004, s.8). Şüphesiz ki, kredibilitiyi artırmak için enflasyon hedefinin sadece merkez bankası tarafından değil, hükümetle birlikte ilan edilmesi daha sağlıklı bir yaklaşım olacaktır.

2.5.Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları

Öncülüğünü gelişmiş ülkelerden Yeni Zelanda ve Kanada, geliştirmekte olan ülkeler için de Şili'nin yapmış olduğu enflasyon hedeflemesine dayalı para politikası stratejisi, zamanla genişlemiş ve aralarında hemen her kıtadan ülkelerin bulunduğu çok geniş bir coğrafyaya yayılmıştır. Gerçekten de enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler incelendiğinde, Latin Amerika'dan Doğu Asya'ya, Afrika'dan Avrupa'ya kadar çok geniş bölgelerde bu stratejinin uygulandığı görülmektedir. Bu kısımda, enflasyon hedeflemesini uygulayan gelişmiş ülkeler ile uygulamalarda öne çıkan bir takım ortak ve farklı özelliklere değinilecektir.

2.5.1.Genel Değerlendirme

Enflasyon hedeflemesi 1990 yılından başlayarak günümüze kadar bir çok gelişmiş ve geliştirmekte olan ülke tarafından uygulanmaktadır. Parasal büyüklük hedeflemelerinin tatmin etmeyen sonuçları, sabit kur rejiminde yaşanan başarısızlıklar, genelde enflasyon hedeflemesi rejimine geçişlerin nedenini oluşturmuştur. İlk defa 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi daha sonra Kanada, İngiltere, İsveç ve Avustralya tarafından da benimsenerek uygulamaya konulmuştur.

Gelişmiş ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi bazı ortak özellikler içermektedir. Bu özellikler şu şekilde sıralanabilir (Kaykusuz, 2004, s.10; Alparslan, Erdönmez, 2000, s.20-21; Kadioğlu ve diğerleri, 2000, s.21; Mason ve diğerleri, 1997, s.18-21):

- Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranı, enflasyon hedeflemesi politikasının uygulamaya geçirilmesi öncesinde de nispeten düşük seviyelerdedir (yüzde 10'un altında). Dolayısıyla, enflasyon oranında çok büyük düşüşler için söz verilmesi gerekmediğinden programın güvenilirliğinin sağlanması nispeten daha kolay olmuştur.
- Bu ülkeler enflasyon hedeflemesi politikasını genel makroekonomik politikalarına güvenilirlik kazandırmak için bir araç olarak kullanmışlardır. Diğer yandan enflasyon hedefleri için para politikası ile mali politikalardan sorumlu otoriteler arasında karşılıklı bir anlaşmanın olması kamuoyunun güveninin kazanılmasında önemli bir rol oynamıştır.
- Enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan bu ülkelerde tamamen olmasa bile para politikası araçlarının büyük ölçüde serbestçe belirlenebilmesi ve kamu bütçesinin finansmanında mümkün olan en az yükün üstlenilmesi gibi merkez bankasının bağımsızlığının ölçüsü olabilecek koşullar mevcuttur. Uygulamada tüm bu ülkelerde kısa vadeli faiz oranları operasyonel enstrüman olarak kullanılmakta, uzun vadeli faiz oranlarının değişmesi ve bu değişimin toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkileri açısından gelişmiş mali piyasaların varlığı ise önem taşımaktadır.
- Enflasyon ileriye yönelik (forward looking) hedeflenerek, enflasyon üzerinde oluşabilecek muhtemel dışsal şokları elimine etmeye çalışmışlardır.

Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde; enflasyon oranlarının ciddi biçimde düştüğü, enflasyondaki ataletin ve oynaklığın azaldığı, bekleyişler üzerindeki etkisi nedeniyle risk primleri ve faiz oranlarının önemli ölçüde düştüğü, büyümenin olumlu etkilendiği ve makro ekonomik şokların enflasyonist etkisinin azaldığı görülmüştür (TCMB, 2005, s.7).

2.5.2.Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasında Gelişmiş Ülke Örnekleri

Burada enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulayan gelişmiş ülke ekonomileri incelenmiştir. Ülkeler bu politikayı uygulamaya başlama tarihlerine göre ele alınmıştır.

2.5.2.1.Yeni Zelanda

Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesi politikalarını ilan ederek resmi biçimde uygulayan ilk ülkedir. Diğer yandan bu politikada başarılı olunabilmesi için gereken kurumsal düzenlemeleri kanunla gerçekleştirmiş olması açısından bu ülke bir ayrıcalık sergilemektedir. Diğer ülkelerin aksine, Yeni Zelanda fiyat istikrarını zımni olarak ön planda tutan bir dönemin ardından enflasyonun hedeflendiği döneme geçmeden önce bu politikaların uygulanmasını ve bunda başarılı olunmasını garanti altına alabilmek amacıyla kurumsal düzenlemeleri kanunlarla yapmış ve ancak bu şekilde enflasyon hedeflemesi politikalarına açık biçimde başlamıştır (Malatyalı, 1998, s.10).

1980’li yıllarda yüzde 18 düzeyinde bulunan enflasyon oranı önce tek haneli düzeye çekilmiş, ardından 1990 yılında çıkarılan yasayla Merkez Bankası’na fiyat istikrarını sağlama ve gerekli para politikasını uygulama görevi verilmesi ile dünyada ilk kez enflasyonun doğrudan hedeflenmesi rejimi uygulanmaya başlanmıştır.

Yeni Zelanda uygulamasının bazı ana hatları şu şekilde sıralanabilir:

- Enflasyon hedefi hükümet ile Yeni Zelanda Merkez Bankası (RBNZ) arasında gerçekleştirilen Politika Hedefi Anlaşmaları (PTA) sonrasında belirlenmektedir. Düzenlenen PTA toplantılarında Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı sayısal bir hedef üzerinde anlaşarak, bunu kamuoyuna ilan etmektedirler.
- Enflasyon hedeflemesinin belirlenmesinde TÜFE çekirdek enflasyonu kullanılmış olup, ilk hedef yüzde 0-2 aralığında açıklanmıştır. Ancak, 1996 seçimleri sonrası yapılan ilk PTA’da yeni hükümetin isteği doğrultusunda bant yüzde 0-3 olarak genişletilmiştir. TÜFE’nin hesaplanmasında faiz maliyeti unsurları, dolaylı vergiler, kamu kesintileri, dış ticaretteki önemli fiyat değişiklikleri çıkarılmıştır (IMF, 1996).
- Merkez Bankası enflasyon hedefinin tutturulmasından tek başına hükümete karşı sorumludur, hükümetin müdahalesi söz konusu değildir. Ancak başarısız olunması durumunda hükümetin Merkez Bankası Başkanı’nı görevden alma yetkisi bulunmaktadır.
- Politika kısa dönemli şokların etkisini azaltacak esnekliğe sahiptir.

- Enflasyon raporu yılda dört kez yayımlanmakta olup, enflasyon tahminleri de açıklanmaktadır.
- Enflasyon hedefi dışında başka bir ara hedef seçilmemiş ve enflasyonu hedefleme politikası yasal anlaşmalar çerçevesinde yürütülmüştür.

Yeni Zelanda 15 yıllık deneyimi boyunca hedefi aştığı iki yıl hariç enflasyon hedeflemesini başarı ile uygulamıştır. Fakat bu uygulama çok düşük ve dar aralıkta belirlenen enflasyon hedeflerinin bazı dezavantajları olduğunu da göstermiştir. İlk olarak çok düşük ve dar aralıkta belirlenen hedefin dışında kalma riski yüksektir ki RBNZ iki kere hedefin üstünde kalmıştır. İkinci olarak dar bantların merkez bankasının operasyonel esnekliğini kısıtladığı söylenebilir (Usta, 2003, s.25).

2.5.2.2.Kanada

Şubat 1991 yılında enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçen Kanada'da merkez bankası enflasyon hedefini yüzde 1-3 olarak açıklamıştır. Merkez Bankası üç yıl süreyle uzun vadedeki amaçlarının fiyat istikrarını sağlamak olduğu konusunda kamuoyunu ikna etme çalışmaları yapmıştır. 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 ve diğerleri, 1998, s.39).

Yeni uygulama Yeni Zelanda örneğinde olduğu gibi bir kanunla değil, Merkez Bankası ve hükümet tarafından ortaklaşa verilen bir kararla, Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı tarafından kamuoyuna duyurulmuştur. Hükümetin desteğini vurgulamak amacıyla bu duyuru ile birlikte aynı gün hükümet bütçesi de yayımlanmıştır.

Merkez Bankası'nın kurumsal konum olarak araç bağımsızlığı bulunmaktadır. Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı bir program dahilinde olmamakla birlikte aşağı yukarı her hafta toplantı yapmaktadır.

Merkez Bankası yeni enflasyon hedeflemesi uygulamasında; Parasal Koşullar Endeksi olarak tanımlanan bir göstergiyi operasyonel hedef olarak kabul etmiştir. Endeks bir nominal çıpa olarak değerlendirilmemekle birlikte faiz oranları belirlenirken

kurlardaki değişimler çok yakından takip edilmektedir. Gecelik faiz oranlarında 1994 yılının ikinci yarısından itibaren binde 5'lik bir aralık hedeflenmiştir. Uygulamada işgücü ve mal piyasalarındaki talep ve arz fazlasının öngörülerini temel girdi olarak alınmakta, geniş tanımlı para arzlarında, kredi arzında, tüketimdeki ve ücret sözleşmelerindeki gelişmeler izlenmektedir. Enflasyonist beklentiler ise 'Conference Board of Canada' tarafından yapılan anketlerden ve 30 yıl vadeli devlet tahvilleri ve reel tahvillerin getirilerinin farkı gözetilerek izlenmektedir. Şeffaflık politikası çerçevesinde Mayıs 1995'ten sonra yılda iki kez enflasyon raporu yayımlanmaya başlamıştır.

Sonuç olarak, Kanada'da enflasyon hedeflemesi politikası için kurumsal bir yapının olmamasına ve olumsuz arz yönlü şoklara rağmen, söz konusu uygulama başarıyla sonuçlanmıştır. Bunda Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı arasındaki uyumlu ilişki, merkez bankasının politika esnekliği ve şeffaf bir politika izlenmesi etkili olmuştur.

2.5.2.3.İngiltere

1992 yılında İngiltere'de büyüme yavaşlamış, işsizlik oranı artmış ve devalüasyon yapılması yönünde baskılar oluşmaya başlamıştır. Bu dönemde, döviz kuru mekanizmasından (ERM) çıkmış ve Sterlin ciddi oranlarda devalüe edilmiştir. İngiliz hükümeti ERM'den çıkmasına rağmen, fiyat istikrarını sağlama konusundaki kararlılığını piyasalara duyurmuştur. Ekim 1992'de enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasına geçilmesiyle birlikte, fiyat istikrarının en önemli para politikası hedefi olarak kabul edildiği hükümet tarafından piyasalara duyurulmuştur. Para arzları ve kurlar İngiliz Merkez Bankası tarafından yakından takip edilmesine rağmen, ara hedef olarak kullanılmamışlardır. Dar ve geniş tanımlı para arzı tanımları raporlarda izlenen büyüklükler olarak bahsedilmiş, fakat hiçbir zaman bunlar üzerine hedefler konmamıştır. Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlama amacını gerçekleştirirken para politikasını son derece şeffaf bir yapı içerisinde uygulamıştır (Oktar, 1998, s.84-85; Karasoy ve diğerleri, 1998, s.28).

İngiltere'de enflasyon hedefinin belirlenmesinde ipotek faiz ödemelerinin dışarıda tutulduğu perakende fiyat endeksi (RPIX) kullanılmıştır. Enflasyon hedefi 1997 yılının Mayıs ayına kadar yüzde 1-4 aralığı, bu tarihten sonra ise yüzde 2,5 ±1 puan olarak

belirlenmiştir. Bu endeks diğer ülkelerin aksine petrol ve gıda ürünleri fiyatlarını içermektedir.

İngiltere’de para otoritesi Yeni Zelanda’da olduğu gibi enflasyon hedeflerini çok katı bir şekilde uygulamamış, reel ekonomideki değişmelere tepki verebilen esnek bir yapı oluşturmuştur. İngiltere Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinde resmi faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmıştır. Kurlar gibi kısa dönemde enflasyonu etkileyebilen araçların yerine faizlerin tercih edilmesi Merkez Bankası’nın kısa vadeli değil de orta vadeli bir enflasyon hedefi oluşturmak istemesinden kaynaklanmıştır.

İngiltere Merkez Bankası kurumsal düzenlemenin yapıldığı Mayıs 1997 tarihine kadar araç bağımsızlığına sahip olamamıştır.

İngiltere’de enflasyon hedeflemesi uygulaması diğer ülkelerde olduğu gibi şeffaflık, güvenilirlik ve sorumluluk esasına dayanmaktadır. Bu bağlamda Merkez Bankası, iktisadi birimlere ve piyasalara bilgi akışı sağlamak ve gelişmelerle ilgili sinyaller verebilmek amacıyla üç ayda bir enflasyon raporu adı altında bir rapor yayınlamaktadır. Bu raporda bankanın temel hedef tahminleri ve ekonominin son performansına ilişkin detaylı bilgiler ve veriler yer almaktadır. Bu tür açıklık politikası beklentilerin doğru şekillenmesine yardımcı olmuş, aynı zamanda da şeffaflık ve hesap verebilirlik çerçevesinde politikanın kredibilitelerini artırmıştır.

İngiltere’de enflasyon hedeflemesi uygulaması, Yeni Zelanda örneğinde olduğu gibi, bir sözleşme esasına bağlı değildir. Diğer bir ifadeyle, Merkez Bankası ile hükümet arasında bir performans sözleşmesinin varlığından söz edilemez. Bu bakımdan, Merkez Bankası’nın performansından dolayı bir ödüllendirme ya da cezai bir yaptırım uygulaması söz konusu değildir. Bununla birlikte, Merkez Bankası açıklanan hedefleri tutturamaması durumunda, bunun nedenlerini kamuoyuna açıklamak zorundadır.

2.5.2.4. İsveç

İsveç Merkez Bankası (Riskbank) Ocak 1993’te enflasyonist beklentileri yönlendirmek amacıyla enflasyon hedefine yönelik politikalarını uygulamaya başlamıştır. Bu hedefe göre, 1995 yılından itibaren tüketici fiyat endeksindeki yıllık

artış, her iki yönde yüzde 1'lik bir manevra alanı bırakılarak, yüzde 2 olarak belirlenmiştir. Kamuoyu tarafından kolay anlaşılır ve revize edilmeden, düzenli olarak yayınlanan bir endeks olduğu için, TÜFE hedef olarak seçilmiştir. Şeffaflık ilkesi çerçevesinde yılda dört kez enflasyon raporu yayımlanmaktadır.

Enflasyonist baskıyı değerlendirebilmek amacıyla, Merkez Bankası'nın izlediği bazı temel göstergeler, kısa vadede, üretim açığı, kapasite kullanım oranı, işsizlik oranı, ücretler, ithalat fiyatları, döviz kurları, hammadde ve ara malı fiyatları gibi değişkenler olurken, uzun vadede parasal büyüklükler, orta-vadeli faiz oranları ve enflasyon beklentilerinin ölçüldüğü anketler yapılmaktadır. İki yıldan daha uzun vade için ise forward faizler ve yapılan ekonometrik tahminler önem kazanmaktadır.

İsveç Merkez Bankası'nın üzerinde durduğu en önemli konulardan biri de, uygulanan para politikasının işlevsel ve fiyat istikrarının hedeflemesine politik desteğin gelmesi ve kamuoyunun uygulanan politikaların istikrarlı bir şekilde devam edeceğine inanması olarak tanımlanan politik güvenilirliğin, maliye politikalarının ve işgücü piyasalarının esnekliği ile olan yakın ilişkisidir.

İsveç'teki uygulamada, para politikası dışsal şoklardan dolayı (petrol fiyatları, dış ticaret hadlerindeki değişiklikler, maliye politikasındaki değişiklikler, vergi politikasındaki değişiklikler, ipotek maliyetleri gibi) enflasyonda meydana gelebilecek ani değişikliklerin olumsuz etkisini giderecek şekilde düzenlenmiştir.

2.5.2.5. Avustralya

1980'li yıllarda yüksek seyreden enflasyon önce yüzde 8'lere çekilmiş, 1993 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaya başlanmış, enflasyon hedefi yüzde 2-3 aralığında belirlenmiştir. Aslında bu aralık bilinen anlamda bir enflasyon hedefi aralığı olmamış, Avustralya Merkez Bankası enflasyonu her koşulda bu aralıkta tutmak için yükümlülük altına girmemiş, beklenmeyen şoklar nedeniyle geçici olarak bu hedefin dışına çıkabileceğini açıklamıştır.

Avustralya'da enflasyon hedeflemesi uygulamasının herhangi bir yasal çerçevesi bulunmamaktadır, hatta merkez Bankası ve hükümet arasında bir anlaşma dahi

yapılmamıştır. Sadece, Hazine yeni politikaya gidildiğini resmi olarak açıklamakla yetinmiştir.

Enflasyon hedefinin belirlenmesinde, beklenmedik şoklara karşı fiyat etkilerinden arındırılmış TÜFE kullanılmıştır. Bu endeksten ipotek faiz ödemeleri ile bazı tarım ürünleri, petrol ve kamu fiyatları çıkarılmıştır.

Uygulamada kısa dönem faiz oranları politika aracı olarak kullanılmış, ayrıca enflasyon hedefi yanında kısa dönemde işsizliğe ve reel büyümeye önem verilmiş ve bu veriler yakından takip edilmiştir.

2.5.2.6. İzlanda

Mart 2001’de enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçen İzlanda’da Merkez Bankası ve hükümet tarafından enflasyon hedefi yüzde 2.5 olarak açıklanmıştır. Hedefin hesaplanmasında ipotek faiz ödemelerinin hariç tutulduğu TÜFE kullanılmıştır. Bununla birlikte, enflasyon hedefinden \pm %1.5’den daha fazla bir sapma söz konusu olursa, Merkez Bankası bunun nedenlerini hükümete ve kamuoyuna açıklamak zorundadır (Roger, Stone, 2005, s.47).

2.5.2.7. Norveç

Norveç’te de İzlanda’da olduğu gibi Mart 2001’de enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaya başlanmıştır. Yüzde 2.5 olarak açıklanan enflasyonun hedefinin hesaplanmasında vergilerin hariç tutulduğu çekirdek enflasyon kullanılmıştır. Hedeften sapmalar olduğunda Merkez Bankası bunun gerekçelerini hükümete açıklamak durumundadır.

Norveç’teki uygulamada, enflasyon hedefini hükümet belirlemekte, Merkez Bankası da hedef enflasyonun sonuçları ve hedefin uygun olup olmadığı konusundaki görüşlerini basın açıklamaları ve çeşitli makaleler aracılığıyla kamuoyuna duyurmaktadır. Böylece, hedeflenen enflasyon oranının üzerinde oluşabilecek siyasi kuşkuşların önlenmesine çalışılmaktadır (Soikkeli, 2002, s.7).

2.5.2.8.İsviçre

İsviçre Ocak 2000 tarihinde enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmiştir. Merkez Bankası enflasyon hedefini $< \%2$ şeklinde üst sınır olarak belirlemiştir. İsviçre Merkez Bankası hedef fiyat endeksi olarak TÜFE'yi kullanmıştır. Şeffaflık ilkesi çerçevesinde yılda dört kez enflasyon raporu yayımlanmaktadır.

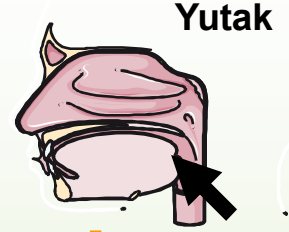
Tablo 5'de, enflasyon hedeflemesini uygulayan gelişmiş ülkelerin temel özellikleri yer almaktadır.

Sindirim Sistemi Organlarını Resimlerini Bulup Eşleştirme

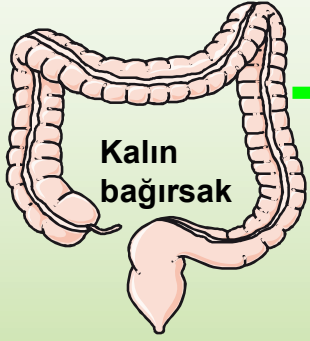


İnce bağırsak

1) Ben sindirimin başladığı organım.
Beni bulun bakalım.

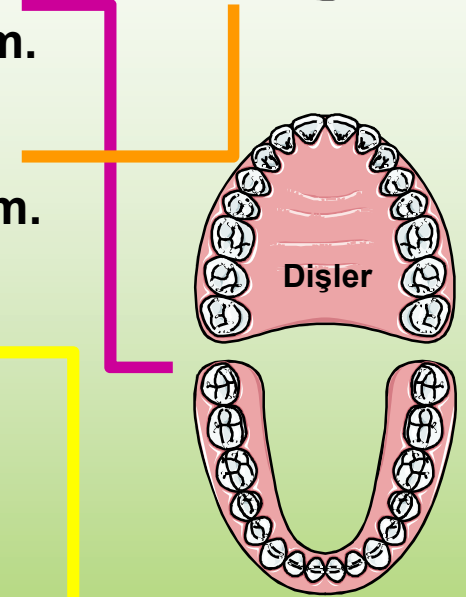


Yutak



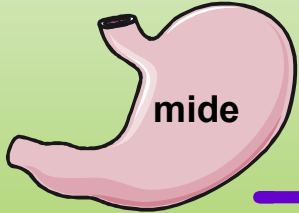
Kalın
bağırsak

2) Besinleri koparmaya, parçalamaya,
Öğütmeye yararım. Hadi bulun bakalım.



Dişler

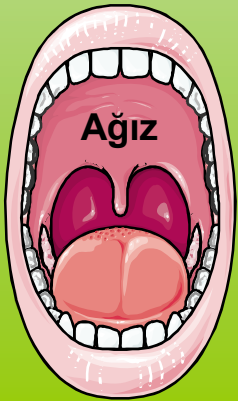
3) Ben besinlerin ağızdan yemek
Borusuna geçmesini sağlayan yapıyım.



mide

4) Ben besinleri mideye taşımakla
görevliyim. Neyim ben acaba?

5) Ben besinleri çorba haline getiren
bir organım. Bildiniz mi bakalım?



Ağız

6) Beni sorarsanız ; besinlerin emilmesi
işine yararım. Ben neyim, ben neyim?

7) Ben ince bağırsaktan sonra gelen
Organım. Benim adım ne bakalım?



Yemek
borusu

Tablo 5. Gelişmiş Ülkelerde Uygulanan Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Temel Özellikleri

Ülke	Hedefe Başlama Tarihi	Hedef Fiyat İndeksi	Hedef Aralığı	Hedef Dönemi	Hedeften Ayrılma Şartı	Hedeften Sapma Durumunda Açıklama	Hedef İlanı	Yayımlar ve Açıklamalar
Avustralya	Nisan 1993	TÜFE	%2-3	Bir Konjunktür Dalgası	Hayır	Hayır	Hükümet Merkez Bankası Birlikte	Enflasyon Raporu 2 Yıllık Enflasyon Projeksiyonu
İngiltere	Ekim 1992	RPIX (ipotek faizi hariç tutulmuştur)	1992-1995: %1-4 1996-: %2.5(±1)	1995'e kadar: Çoklu yıl 1995-: Sürekli	Hayır	Maliye Bakanına açıklama	Hükümet	Enflasyon raporu, 2 yıllık enflasyon projeksiyonu, kullanılan enflasyon modellerinin yayınlanması
İsveç	Ocak 1993	TÜFE	1995-: %2(±1)	Sürekli	Hayır	Hayır	Merkez Bankası	Enflasyon raporu (1997), Para politikası toplantılarının bildirimlerinin yayınlanması, 2 yıllık enflasyon projeksiyonu, Parlamento'ya sunulan raporun yayınlanması

İsviçre	Ocak 2000	TÜFE	<%2	3 yıl	Hayır	Hayır	Merkez Bankası	Enflasyon raporu, 3 yıllık enflasyon projeksiyonunun yayımlanması
Kanada	Şubat 1991	TÜFE Ayrıca çekirdek enflasyon da, operasyonel rehber şeklinde kullanılmaktadır.	1991: %3-5 1992: %2-4 Haziran 1994: %1.5-3.5 1995-2001: %1-3	1991 :22 aylık, 1992'den itibaren 1 yıldan fazla	Olağanüstü durumlarda hedefte revizyon yapılabilir (Büyük petrol fiyat şokları ve doğal afet durumunda)	Kamuoyuna açıklama	Hükümet ve Merkez Bankası birlikte	Enflasyon Raporu, 1 yıllık enflasyon projeksiyonu
İzlanda	Mart 2001	TÜFE(ipotek faiz ödemeleri hariç)	%2.5(±%1.5)	Çoklu yıl	Hayır	Hükümete ve kamuoyuna açıklama	Merkez Bankası ve Hükümet birlikte	Parasal bülten, basın bildirisi
Norveç	Mart 2001	Çekirdek enflasyon(vergiler hariç)	%2.5(±1)	2 yıl	Hayır	Hükümete açıklama	Hükümet	Enflasyon raporu
Yeni Zelanda	Mart 1990	TÜFE (1999'dan itibaren temel TÜFE'de masrafları hariç tutulmuştur. Daha önceki hedeflerde TÜFE içinde faiz masrafları ve diğer fiyat etkileri dahildi)	1990:%3-5 1991:%2.5-4.5 1992:%1.5-3.5 1993-1996:%0-2 1997-2002:%0-3 2003:%1-3	1991-1992:1 yıl 1993-1996:Çoklu yıl, 1997-:Sürekli	Doğal afetler ve uluslararası malların fiyatları ve dolaylı vergilerde aşırı değişiklikler olduğunda.	Kamuoyuna açıklama, Maliye Bakanı YZMB Başkanı'nın istifasını isteyebilir.	Hükümet ve Merkez Bankası birlikte	Enflasyon raporu, enflasyon tahmini, para politikası raporu, parlamentoya rapor

Kaynak: Mishkin, Frederic S., Hebbel-Schmidt Klaus: "One Decade of Inflation Targeting In The World: What We Know and What We Need To Know?", NBER Working Paper No:8397, July 2000

3. BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI İLE İLGİLİ AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Bu bölüm iki kısımdan oluşmaktadır. İlk olarak alternatif bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansını değerlendirmek amacıyla enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili yapılan çalışmalar incelenmiştir.

Genelde fiyat istikrarının faydalı olarak değerlendirilmesi ve bağımsız bir merkez bankasının bunu başarmaya yardım etmesi, bağımsızlığa büyük önem atfedilmesine yol açmaktadır. Para politikaları tasarımlarında varılan sonuç; fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyonla mücadelede başarı kazanılması için para politikasının kısa vadeli diğer hedefler uğruna, düşük enflasyon hedefinden vazgeçmeyecek muhafazakar bir kurum tarafından yürütülmesinin gerekli olduğudur. Bu açıklamalar doğrultusunda ikinci kısımda merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili olarak yapılan ampirik çalışmalar incelenmiştir.

3.1.Enflasyon Hedeflemesi ile İlgili Ampirik Çalışmalar

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili yapılan ampirik çalışmalar incelendiğinde, bunların başlangıçta daha çok enflasyon hedeflemesi stratejisinin teorik çerçevesi üzerine yoğunlaştığı, fakat zamanla enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansını değerlendirmeye doğru kaydıkları görülmektedir. Ekonomik performans değerlendirilirken enflasyon hedefini uygulayan ülkelerdeki enflasyon, büyüme, işsizlik ve faiz oranı gibi temel makro ekonomik göstergeler ile bunlardaki değişkenliğe (oyunluk veya belirsizlik) bakılmaktadır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesini uygulayan ve uygulamayan ülkelerin karşılaştırılması yoluna gidilmektedir. Çalışmanın sonunda bu ampirik çalışmalar tablo halinde verilmiştir. Tabloda ilgili çalışmalardan elde edilen sonuçlar, yazar ve tarih, incelenen ülkeler, dönem,yöntem, kullanılan değişkenler ve enflasyon hedeflemesinin başarılı bir performans gösterip göstermediği sonucuna göre özetlenmiştir.

3.1.1.Literatür Taraması

Debelle (1997) yaptığı çalışmada Yeni Zelanda, Kanada ve İngiltere'nin yanı sıra İsveç, Finlandiya, İspanya ve Avustralya'yı da dikkate alarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansını değerlendirmiştir. Debelle'nin, enflasyon oranı, enflasyon hedeflemesinde kredibilitenin bir kriteri olarak gördüğü uzun dönem tahvil getirisi ve işsizlik oranları değişkenlerini baz alarak yapmış olduğu performans değerlendirilmesinde ortaya çıkan sonuçlardan birincisi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansını değerlendirmek için henüz erken olmakla birlikte, enflasyonu düşürme konusunda başarılı olduğu söylenebilir. Buna rağmen enflasyon hedeflemesini uygulamayan diğer ülkelerde de enflasyon oranlarının azalma eğiliminde olduğu da bilinmektedir. Ancak enflasyon oranlarındaki düşüşün, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde diğerlerine nazaran daha fazla olduğunu belirtmek gerekir. İkincisi, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan İngiltere, İsveç ve Kanada'daki uzun dönem tahvillere ait reel faiz oranlarının, ABD'deki reel faiz oranları ile karşılaştırıldığında aralarındaki farkın arttığı; buna karşılık Finlandiya, Yeni Zelanda, Avustralya ve İspanya ile olan farkın ise azalmış olduğu görülmektedir. Üçüncüsü, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı ülkelerde enflasyon oranlarının düşmesine karşın, işsizlik oranlarının arttığı gözlemlenmektedir. Yeni Zelanda'da 1990'larda işsizlik oranında sistematik bir azalma olmakla birlikte, oranın 1980'lerdeki seviyesinden daha yüksek olduğu görülmektedir.

Özetle, enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyon düşürülmesinde önemli katkıların olduğu, buna karşılık açık enflasyon hedeflemesini uygulamayan diğer ülkelerde de enflasyon oranlarının düştüğü görülmektedir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesinin enflasyonun düşürülmesi için mutlaka uygulanması gerekli olan bir strateji konumunda olmadığı rahatlıkla söylenebilir.

Mishkin ve Posen (1997) yaptıkları çalışmada, Yeni Zelanda, Kanada ve İngiltere'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarılı olup olmadığını sorgulamışlardır. Bunun için çekirdek enflasyon, reel GSYİH'nin büyüme oranı ve gecelik faiz oranlarından oluşan üç değişkenli sınırlandırılmamış vektör otoregresyon modeli (VAR) kullanılmıştır. Modelin çalıştırılması sonucunda enflasyon hedeflemesini uygulayan üç ülkede enflasyon oranının istikrarlı bir şekilde beklenen seviyenin altına

düşürüldüğü, para politikası aracı olarak kullanılan faiz oranlarının beklentilerin altında kaldığı ve reel ekonomide uzun dönemde olumsuz bir gelişmenin ortaya çıkmadığı; kısaca ekonomik büyüme için uygun bir ortamın sağlanabildiği tespit edilmiştir. Özetle üç ülkede uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisinden elde edilen sonuçlar tamamen olumlu yöndedir.

Kahn ve Parrish (1998), enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan Yeni Zelanda, Kanada, İsveç ve İngiltere'deki ekonomik performansı ABD ile karşılaştırmışlardır. Karşılaştırmada temel olarak enflasyon ve kısa dönem faiz oranları baz alınmıştır. Buna göre, enflasyon hedeflemesini uygulayan dört ülkede enflasyon oranları azalmış ve istikrarlı bir yapıya kavuşmuştur. Nitekim incelenen dönemde (1979-1998) bütün ülkelerde enflasyon oranı başarılı bir şekilde hedefin içinde ya da hedefe çok yakın gerçekleştirilebilmiştir. Bununla birlikte 1990'lardan sonra, açık enflasyon hedeflemesi uygulamayan bir çok ülkede de benzer başarıların elde edilebildiği görülmüştür. Örneğin ABD'de 1990 yılında %5 olan TÜFE, 1997'de %2'ye düşürülebilmştir. Bu açıklamalar altında buradan şu sonuç çıkarılabilir: Enflasyon hedeflemesi enflasyonun düşürülmesinde önemli bir rol oynamakla birlikte, enflasyonun düşürülmesinde alternatifini olmayan bir strateji konumunda değildir.

Kahn ve Parrish'ın, çalışmalarında, ekonomik performansı değerlendirirken dikkate aldıkları ikinci değişken kısa dönem faiz oranlarıdır. Para politikasının uygulanmasında kritik rol oynayan kısa dönem faiz oranları ile ilgili yapılan tespitlerden ilki, ortalama nominal faiz oranlarının enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasından sonra düşmesidir. İkincisi, merkez bankalarının bankacılık sistemine ödünç verirken kullandığı reeskont oranı gibi nominal resmi kısa vadeli faiz oranları değişkenliğinin azalmasıdır. Faiz oranı ve değişkenliğinin azalmasında, hem enflasyonun hem de enflasyondan kaynaklanan risk priminin azalması etkili olmuştur. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler için özetlenen bu sonuçlar, ABD için de benzerlikler taşımaktadır. Üçüncüsü, para politikasının durumu hakkında nominal faiz oranlarına göre daha sağlıklı sinyaller veren reel resmi kısa vadeli faiz oranlarının, Kanada hariç, yükselmiş olmasıdır. Buna karşın ABD'de 1990'larda reel faiz oranları son yirmi yılın ortalama seviyesinin de altına düşmüştür. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde reel faiz oranlarındaki yükselmenin, hedefin tutturulması amacıyla sıkı para

politikalarının uygulanması ve birçok ülkede yaşanan konjonktürel genişlemelerle ilgili olabileceği vurgulanmaktadır.

Reel resmi faiz oranlarındaki yükselişe rağmen, hem enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde hem de ABD’de reel resmi faiz oranı değişkenliği düşmüştür. Reel resmi faiz oranı değişkenliğindeki bu azalma, para politikasının ekonomik şoklara karşı daha yumuşak bir şekilde tepki vermesi veya ekonomik şartların son derece istikrarlı olmaya başlaması ile ilişkilendirilmektedir.

Özetle, Kahn-Parrish’e göre, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansı ile ilgili kanıtlar karışıktır. Çalışmanın yapıldığı dönemde incelenen ülkelerle ilgili yeterli verinin olmaması bunun temel nedenlerinden birisidir.

Cecchetti ve Ehrmann (1999), 9’u enflasyon hedeflemesini uygulayan ve 14’ü de uygulamayan ülkelere ilişkin toplam 23 ülkeyi kapsayan çalışmalarında temel olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin üretim değişkenliğini artırıp artırmadığı sorusuna VAR modelini kullanarak cevap aramışlardır. Çalışmada elde edilen sonuçlardan ilki, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelere başlıca hedef olan enflasyonun düşürülmesi amacına ulaşılmıştır. Ancak burada önemli olan nokta, enflasyondaki düşüşün sadece enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelere özgü olmadığı, bütün ülkeler için geçerli olduğudur. İkincisi, enflasyon oranındaki düşüşe paralel olarak, bütün ülkelerde üretim ve enflasyon değişkenliği de azalmaktadır. Burada iki noktanın vurgulanmasında yarar vardır. Birincisi, enflasyon değişkenliğindeki azalmanın enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelere daha fazla olduğudur. İkincisi de, üretim değişkenliğindeki azalma derecesinin enflasyon değişkenliğine kıyasla daha az gerçekleşmesidir. Çalışmanın sonuçlarından ikincisi de, 1990’lı yıllarda, enflasyon hedeflemesini uygulayan ya da uygulamayan, bütün ülkelere karşı olan tepkinin artmakta olduğudur. Bu tepkinin çok önemli olmamakla birlikte enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelere, hedeflemeyi uygulamayan ülkelere göre daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

DeBelle (1999), çalışmasında Avustralya ile enflasyon hedeflemesini uygulayan (Kanada, Finlandiya, Yeni Zelanda, İspanya, İsveç ve İngiltere) ve uygulamayan diğer ülkeleri (Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, ABD, Belçika, Danimarka, Yunanistan,

İrlanda, Lüksemburg, Norveç ve Portekiz) karşılaştırarak enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansını değerlendirmeye çalışmıştır. Performans değerlendirmesinde, yıllık enflasyon oranı ve reel GSYİH artışı temel değişkenler olarak kullanılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır: Avustralya'da enflasyon hedeflemesinin uygulanmasıyla birlikte enflasyon oranı ve enflasyon değişkenliği düşürülmüştür. Buna karşılık büyüme oranı yüksek, büyüme değişkenliği ise düşük düzeylerde kalmıştır. Enflasyon hedeflemesini uygulayan diğer ülkelerde de düşük enflasyon, yüksek büyüme ve düşük üretim değişkenliği söz konusudur. Benzer şekilde sanayileşmiş ülkelerde enflasyon oranı ile birlikte enflasyon değişkenliği azalmıştır. Ancak bazı sanayileşmiş ülkelerde, büyüme değişkenliği, enflasyon hedeflemesini sürdüren ülkelere kıyasla yüksek düzeylerde kalmıştır.

King (1999), enflasyon hedeflemesinin enflasyon, üretim ve üretim değişkenliği üzerindeki etkilerini gözlemek için enflasyon hedeflemesini uygulayan Avustralya, Kanada, Finlandiya, İsveç, Yeni Zelanda ve İngiltere ile stratejiyi uygulamayan Fransa, Almanya, İtalya, Japonya ve ABD' yi karşılaştırma yoluna gitmiştir. Ortaya çıkan sonuçlar şu şekildedir: Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerdeki enflasyon oranları, hedeflemeyi uygulamayan ülkeler seviyelerine indirilmiştir. Enflasyon oranlarındaki düşüşler, ne üretimde bir azalışa ne de üretim değişkenliğinde bir artışa neden olmuştur. Oysa, Almanya hariç, diğer sanayileşmiş ülkelerde büyüme oranları azalmıştır. Buna karşılık enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde büyüme oranı 1980'lerde ortalama %2.2 seviyesinden 1990'larda %2.8 seviyesine yükselmiştir. Ancak, burada, enflasyon oranlarında 1990'larda global düzeyde düşüşlerin olduğunun da belirtilmesinde yarar vardır. Enflasyon hedeflemesinden sağlanan tecrübeler, stratejinin üretim azalışı olmadan enflasyonu düşürülebileceğini göstermektedir.

Kuttner ve Posen (1999), İngiltere, Kanada ve Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesinin etkisini test etmek için enflasyon, işsizlik, kısa ve uzun dönem faiz oranlarını VAR modelini kullanarak tahmin etmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, Kahn-Parrish'in elde ettiği sonuçları destekler niteliktedir.

Siklos (1999), enflasyon hedeflemesi stratejisinin performansını değerlendirmek için enflasyon hedeflemesini uygulayan Avustralya, Kanada, Finlandiya, Yeni Zelanda, İspanya, İsveç ve İngiltere ile bu stratejiyi uygulamayan ABD, Almanya ve çalışmanın

yapılmış olduğu dönemde henüz enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamamış olan İsviçre'yi karşılaştırmıştır. Çalışmada, Bretton Woods (BW) dönemi ve sonrası ile enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemlerdeki enflasyon ve enflasyon değişkenliği ile ilgili olarak elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir: 1970'lerin başından 1990'ların başına kadar, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin enflasyon performansı, diğer ülkelere göre daha kötü durumda iken, 1990'lı yılların ortalarından itibaren enflasyon hedefini uygulayan ve uygulamayan ülkeler, enflasyon oranı ve değişkenliği bakımından birbirlerine yakınlaşmaya başlamışlardır. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde ortalama enflasyon oranı, hedeflemeye başlamadan önce de düşme sürecine girmiştir. Bu gözlem, aynı zamanda, enflasyon hedeflemesini uygulayan diğer ülkeler için de geçerlidir. Enflasyon hedeflemesine başlanılmasından sonra enflasyon oranlarında gözlemlenen düşüşler oldukça etkileyici olmakla birlikte, enflasyon hedeflemesi süresince bu ülkelerde pek çok kurumsal değişikliklerin yapılmış olmasından dolayı, bu düzenlemelerin enflasyonu düşürme konusundaki katkıları açık değildir. Başka bir ifadeyle, enflasyonun düşürülmesinde baskın rol oynayan düzenleme konusunda belirsizlik yaşanmaktadır. Diğer yandan, dünya genelinde enflasyon oranlarında belirgin düşüşlerin olduğu noktasından hareketle, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde enflasyon konusunda sağlanan başarının global kapsamda gözlemlenen düşüşlerin doğal bir parçası olduğu sonucuna varılabilir. BW Sistemi'nin yıkılmasından sonra çoğu ülkede enflasyon değişkenliğinin yükselmesine karşın, enflasyon hedeflemesinden itibaren değişkenlik azalmış durumdadır.

Özetle, Siklos'a göre enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyonun düşürülmesi konusunda başarılı olmakla birlikte, enflasyon oranlarındaki düşüşler 1990'lı yıllarda uluslararası bir olgu durumundadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisinin uzun dönemde ekonomik performansı olumlu yönde etkileyip etkilemeyeceği konusu önemli bir soru olarak varlığını devam ettirmektedir.

Mishkin-S. Hebbel (2000), toplam 28 ülkeyi (19'u enflasyon hedeflemesini uygulayan ve 9'u uygulamayan ülkelere bölünmüş) kapsayan çalışmalarında enflasyon hedeflemesinin on yılını (1990-99) değerlendirmişler ve şu sonuçlara ulaşmışlardır: Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler, enflasyonu düşürme konusunda oldukça başarılı olmuşlardır. Bununla birlikte enflasyon oranlarında sağlanan düşüşler, enflasyon hedeflemesini uygulamayan diğer sanayileşmiş ülkelere göre daha düşük

seviyelerde değildir. Çoğu gözlemcinin, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin herhangi bir ekonomik şok testinden geçmemesinden dolayı ekonomik performansın değerlendirilemeyeceği yönündeki görüşleri tamamen yanlıştır. Oysa 1997 yılındaki Asya krizinden sonra, büyük ölçekli sanayileşmiş ülkelerin aksine, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan Avustralya, Şili, İsrail ve Yeni Zelanda özellikle finansal ve dış ticaret haddi şokları ve buna bağlı olarak ciddi düzeylerde devalüasyonlarla karşı karşıya kalmışlardır. Ancak bu ülkeler, kriz sonrası ortaya çıkan bu rüzgarı başarılı bir şekilde atlatmayı bilmişlerdir. Diğer yandan Brezilya, Çek Cumhuriyeti ve Polonya başta olmak üzere petrol ithal eden ülkeler, ikinci test olan petrol fiyatları şokunu da başarılı bir şekilde atlatabilmişlerdir. İkinci şoka bağlı olarak enerji ve devalüasyonlar yoluyla ithal edilen enflasyonda önemli bir yükselme ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte, petrol şoklarının çekirdek enflasyona etkisi az olmuş; TÜFE’de ise geçici ve önemsiz düzeylerde artışların olduğu görülmüştür. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde ortaya çıkan özveri oranı ve üretim değişkenliğindeki azalma, enflasyon hedeflemesini uygulamayan sanayileşmiş ülkelerdekine çok yakın gerçekleşmiştir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi stratejisi, enflasyon beklentilerinin azaltılmasında da önemli bir rol oynamıştır.

Özetle, Mishkin-S. Hebbel’e göre hem alternatif para politikalarını uygulayan diğer sanayileşmiş ülkelerle karşılaştırıldığında hem de enflasyon hedeflemesini uygulayan ülke tecrübelerinden elde edilen sonuçlara bakıldığında enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını kanıtladığını söylemek mümkündür.

Corbo ve S. Hebbel (2001), çalışmalarında, Latin Amerika ülkelerinde (Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika ve Peru) uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarılı olup olmadığını test etmek için, enflasyon hedeflemesinin enflasyon hedeflerini karşılamadaki başarısı, özveri oranı ve üretim değişkenliği gibi temel değişkenleri kullanmışlar ve şu yargılara ulaşmışlardır: Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler, hedefleme süresince enflasyon oranlarını dikkate değer bir şekilde düşürmüşlerdir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesinden sonra hem özveri oranı hem de üretim değişkenliği enflasyon hedeflemesini uygulamayan sanayileşmiş ülkelere göre daha düşük düzeylerde kalmıştır. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler arasında yer alan Latin Amerika ülkelerinde de elde edilen ekonomik performans başarılı olmuştur.

Latin Amerika ülkeleri arasında Şili, enflasyon hedeflemesini benimseyen ilk ülkedir. Bu nedenle yazarlar, çalışmalarında Şili'ye ayrıca yer vermişlerdir. Enflasyon hedeflemesinin Şili'deki ekonomik performansı, sınırlandırılmamış VAR modeli kullanılarak değerlendirilmeye çalışılmıştır. Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi, Şili'de enflasyon beklentilerinin ve enflasyon oranlarının azalmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başladığı ilk yıllarda, enflasyonu düşürmek için hızlı ve sıkı bir para politikasına (cold-turkey: soğuk hindi) başvurulması özveri oranının artmasına neden olmuştur.

Nadal-De Simone (2001), enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan Yeni Zelanda, İngiltere, Avustralya, Kanada ve Şili ile bu stratejiyi uygulamayan ABD'ye ait enflasyon, on yıllık tahvil faizi, GSYİH artışı ve işsizlik oranları arasındaki farklılıkları VAR modelini kullanarak karşılaştırmak suretiyle enflasyon hedeflemesinin performansını değerlendirmeye çalışmıştır. Elde edilen sonuçlardan ilki, enflasyon hedeflemesini uygulayan Yeni Zelanda, İngiltere, Avustralya, Kanada ve Şili ile ABD arasında enflasyon hedeflemesine başlamadan önce enflasyon oranları bakımından pozitif, enflasyon hedeflemesinden sonra ise negatif farklılık vardır. Diğer bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesi ile birlikte enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler ile ABD arasındaki enflasyon farkı enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler lehine azalmaya başlamıştır. İkinci olarak, on yıllık bono faizlerine bakıldığında, enflasyon hedeflemesine başlanılmasından sonra, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler ile ABD'deki oranlar arasındaki farkın azaldığı anlaşılmaktadır. Faiz oranlarındaki değişikliklerin doğrudan doğruya enflasyon beklentileri ile bağlantılı olduğu dikkate alındığında, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler ile ABD'deki enflasyon beklentileri arasındaki farklılığın da azalmakta olduğu söylenebilir. Üçüncüsü, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler ile ABD'deki büyüme oranları arasındaki farklılık genel bir eğilimden çok, ülkelere göre değişen bir gelişim göstermektedir. Örneğin Yeni Zelanda ve ABD arasında, geleneksel olarak ABD'nin lehine olan farklılığın 1991-1992 döneminde tarihsel seyrin üzerine çıktığı; daha çok ABD lehine olan Kanada ile farklılığın enflasyon hedeflemesine geçildiği 1991 yılında azalmakla birlikte 1992 yılında tekrar yükseldiği; Avustralya'nın lehine olan farklılığın 1991 yılındaki resesyon nedeniyle ABD'nin lehine artmaya başladığı, ancak 1993 yılında enflasyon hedeflemesi ile birlikte tekrar Avustralya lehine döndüğü ve ABD lehine olan İngiltere ile ABD arasındaki büyüme farklılığının ise 1992 yılında önemli

ölçüde arttığı görülmektedir. İki ülke arasındaki farklılığın artmasının temelinde, 1992 yılında yaşanan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması'ndaki sorunlar yer almaktadır. Şili'deki durum incelendiğinde ise farklılığın, 1990 yılında Merkez Bankası'nın bağımsızlığının sağlanması ve 1991'de de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması ile birlikte Şili'nin lehine gelişmeye başladığı görülmektedir. Ayrıca çalışmada, çoğu OECD ülkelerinde 1990'larda yükselme eğiliminde olan işsizliğin enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler için de geçerli olduğu vurgulanmaktadır.

Nadal-De Simone çalışmasında, bazı araştırmacıların “enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde enflasyonda sağlanan başarının aslında global dezenflasyon politikalarının doğal bir sonucu olduğu, enflasyon hedeflemesi stratejisinin kredibiliteye sağlamada başarısızlığa uğradığı ve uluslararası arenada düşük enflasyona karşı farklı bir yaklaşımın ortaya çıkması halinde enflasyon hedeflemesinin modadan başka bir şey olmayacağı” şeklindeki değerlendirmelerin tamamen yanlış olduğunu savunmaktadır. Buna gerekçe olarak, bu yönde değerlendirme yapılan çalışmalarda bazı metodolojik yanlışları göstermektedir. Örneğin, çalışmalarda alternatif parasal stratejilerde yapılan değişiklikler ile global ve bölgesel faktörler arasında bir ayırım yapılmaktadır. Halbuki parasal stratejilerdeki değişiklikler dikkate alındığında, küçük ve açık ekonomiler ile dünyanın diğer ülkeleri arasındaki kalitatif ve kantitatif etkileşimin boyutunun değişmesi olasılığı bir hayli yüksek olacaktır. Ayrıca, çalışmalarda, global nitelikteki ortak trendlerdeki değişikliklerin de genellikle dikkate alınmadığı gözlemlenmektedir.

Brimmer (2002), Yeni Zelanda, Kanada ve Şili'deki enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansını değerlendirmiştir. Sonuçlar karışık olmakla birlikte, mevcut tecrübelerden, enflasyon hedeflemesinin, enflasyonist beklentilerin azaltılmasında, kamuoyunun hükümete olan güveninin sağlanmasında ve bütün bunların sonucu olarak da fiili enflasyon oranının düşmesinde önemli bir rol oynayabildiği görülmüştür.

Enflasyon hedeflemesinin ekonomik performans bakımından farklılık yaratıp yaratmadığı sorusuna cevap arayan Corbo ve diğerleri (2002) çalışması, literatürde sıklıkla gönderme yapılan çalışmaların başında gelmektedir. Çalışmada, enflasyon hedeflemesini tam ve kısmi olarak uygulayan ülkeler ile, bu stratejiyi uygulamayan ülkelerin oluşturduğu üç alt grup söz konusudur. Performans kriterleri olarak,

enflasyonun istikrarlı seviyeye düşürülme hızı, enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrasındaki enflasyon oranları, hedef enflasyon oranından sapma derecesi ve özveri oranları dikkate alınmıştır. Çalışmada VAR modeli kullanılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır: Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin genel özelliği, hedeflemeye başlamadan önce enflasyon oranlarını makul bir seviyeye düşürmek amacıyla belirli bir hazırlık süreci geçirmeleridir. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde enflasyon hedeflemesine başlamadan üç yıl öncesi ile enflasyon hedeflemesini takip eden bir yıl arasında enflasyonda ortalama olarak %8.2'lik, iki yıl öncesi ile enflasyonu takip eden bir yıl arasında %5.3'lük, bir yıl öncesi ile stratejiyi takip eden bir yıl arasında da %4.8'lik bir azalma gerçekleştirilmiştir. Benzer sonuçlar potansiyel ya da kısmi enflasyon hedeflemesi uygulayıcıları olan ülkelerde de (Kolombiya, Güney Kore, Meksika ve Güney Afrika) görülmüştür. Enflasyon oranlarının denge enflasyon oranına yaklaştırılması hızına bakıldığında, enflasyon hedeflemesini uygulayan 9 ülkenin (Avustralya, Kanada, Şili, Finlandiya, İsrail, Yeni Zelanda, İspanya, İsveç ve İngiltere) ortalama olarak 10 çeyrek dönemde bunu sağlayabildikleri görülmektedir. Ancak, doğal olarak, yüksek enflasyon oranına sahip ülkelerde bu süre daha da uzun olmuştur. Nitekim Şili'de enflasyon hedeflemesine geçişte %30'lara yakın olan enflasyon oranı, ancak 36 çeyrek dönem sonucunda denge seviyesi olarak kabul edilen %2.5'e düşürülebilmıştır. Yine benzer şekilde İsrail'de enflasyonun denge seviyesine yaklaştırılması 24 çeyrek dönemi almıştır. Buna karşın Avustralya ve İsveç'in enflasyon hedeflemesine başladıkları yıllarda sahip oldukları enflasyon oranı, denge seviyesi olarak kabul edildiğinden dolayı, bu iki ülkede denge enflasyon oranı için belirli bir süre gerekmemiştir. Ayrıca enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler, enflasyon hedefini tutturma konusunda da başarılı olmuşlardır. Nitekim gerçekleşen enflasyon oranlarının hedeflenen orandan nispi ve mutlak sapmalarına bakıldığında, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde nispi olarak ortalama 0.78, mutlak değer olarak da 1.18'lik bir sapmanın olduğu görülmektedir. Enflasyon hedeflemesini kısmi olarak uygulayan ülkeler kapsam dışı bırakıldığında, sapmaların boyutu daha da azalmaktadır. Nitekim böyle bir durumda nispi sapma sadece 0.12, mutlak sapma ise 0.66 olarak gerçekleşmektedir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelere Kanada, İngiltere ve Şili hedefi tutturma konusunda en başarılı ülkeler konumunda iken, İsrail, İsveç ve Finlandiya ise en yüksek sapmaya sahip ülkeler olmuşlardır.

Literatürde, enflasyon hedeflemesi performansının değerlendirilmesinde ortaya çıkan en önemli soru, enflasyon oranının düşürülmesinin üretim kaybına neden olup olmadığıdır. Bunun için kullanılan temel kavram “özveri oranı”dır. Özveri oranı, enflasyondaki her %1’lik azalışın, üretimde neden olduğu % kaybı ifade etmektedir. Çalışma kapsamında özveri oranı GSYİH ve sanayi üretimi cinsinden hesaplanmıştır. Buna göre, enflasyon hedeflemesini uygulayan 9 ülkede özveri oranı 1980-2000 döneminde GSYİH cinsinden ortalama 0.6 ve sanayi üretimi bakımından ise 6.6 olmuştur. Kanada ve Finlandiya hariç, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde, GSYİH cinsinden özveri oranı, enflasyon hedeflemesi öncesinde -0.22, enflasyon hedeflemesi sonrasında ise 0.06 olarak gerçekleşmektedir. Buna karşılık enflasyon hedeflemesini uygulamayan sanayileşmiş ülkelerde bu oran, 1990’lı yıllarda 0.39 olarak ölçülmüştür. Buradan, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelere ait özveri oranının, hedeflemeyi uygulamayan ülkelerdeki özveri oranlarına göre daha düşük olduğu sonucuna ulaşılabılır. Ayrıca, ülkeler arasında özveri oranları bakımından önemli farklar olsa bile, GSYİH cinsinden ortalama özveri oranında enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrasında önemli bir farklılığın bulunmadığının da belirtilmesi gerekir. Buradan şu sonuç çıkarılabilir: Enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyonu düşürmede başarılı olurken, üretim üzerine herhangi bir olumsuz etkide bulunmamaktadır. Enflasyon hedeflemesinin performansının değerlendirilmesinde kullanılan son kriter üretim değişkenliğidir. Çalışmada 9 ülkenin sekizinde (İsveç hariç) üretim değişkenliğinin düştüğü; ancak üretim değişkenliği bakımından da enflasyon hedeflemesini uygulayan ve uygulamayan ülkeler arasında önemli bir farklılığın bulunmadığı tespit edilmiştir.

Dodge (2002), 1981-2000 dönemleri arası enflasyon, üretim, üretim boşluğu ve işsizlik oranı değişkenlerini kullanarak, enflasyon hedeflemesinin, Kanada ekonomisi üzerine etkisini incelemiş ve enflasyon hedeflemesinin, para politikası için güvenilir bir nominal çıpa rolü oynadığı kanısına varmıştır. Bunun sonucunda, enflasyon konusunda artan bir istikrar sağlanabilmiştir. Doğal olarak, bu gelişmeler reel ekonomiye de olumlu bir şekilde yansımıştır. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönem boyunca, hem üretim açığı hem de işsizlik oranı ile ilgili değişkenliğin azaldığı görülmüştür. Ayrıca 2000 yılındaki işsizlik oranının son 25 yılın en düşük seviyesine ulaşması da dikkate değer bir gelişme olmuştur.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansını değerlendirmeye yönelik çalışmalardan birisi de Neumann ve von Hagen'e (2002) aittir. Performans değerlendirmesinde ortalama enflasyon oranları, enflasyon değişkenliği, kısa dönem faiz oranları ve fiili endeks değeri ile trend değeri arasındaki yüzde fark olarak tanımlanan üretim açıklığı değişkenleri kullanılmıştır. Belirtilen değişkenlerin, enflasyon hedeflemesini uygulayan Avustralya, Kanada, Şili, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere ile bu stratejiyi uygulamayan Almanya, İsviçre ve ABD'deki dönemsel değişikliklerinin karşılaştırılmasıyla yapılan analizden ortaya çıkan sonuçlar şunlardır: Enflasyon hedeflemesi stratejisi, enflasyonun düşürülmesi konusunda başarılı olmuştur. Nitekim ortalama enflasyon oranlarının, Şili hariç, enflasyon hedeflemesini uygulamayan ülkelerin seviyesine inmiş olması bunun açık bir kanıtıdır. Benzer şekilde enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerdeki enflasyon değişkenliği de, uygulamayan ülkelerde olduğu gibi azalma sürecine girmiştir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin fiyat istikrarını ve bu sayede de güvenilirliklerini yükseltmede, diğer kontrol grubu ülkelerindeki gibi, başarılı oldukları söylenebilir. Ancak, İngiltere dışında enflasyon hedeflemesini uygulayan diğer ülkelerdeki enflasyon değişkenliğinin stratejiyi uygulamayan ülkelere göre hala yüksek olduğunun belirtilmesinde yarar vardır. Ayrıca, bütün ülkelerde enflasyon konusunda sağlanan performansa paralel, hem ortalama faiz oranlarının hem de faiz oranı değişkenliğinin düşmesi de sürpriz olmamıştır. Enflasyon değişkenliğinde olduğu gibi, İngiltere hariç, faiz değişkenliğinin enflasyon hedeflemesini uygulamayan ülkelere göre yüksek olduğu görülmektedir. Son olarak, çalışma kapsamında yer alan bütün ülkelerde üretim açıklığı değişkenliğinin de önemli ölçüde azaldığı gözlemlenmiştir.

Neumann-v. Hagen, çalışmada elde edilen bulgulardan hareketle, enflasyon hedeflemesinin önemine vurgu yapmış ve ülkelerin bu strateji sayesinde diğer gelişmiş ülkelerde olduğu gibi fiyat istikrarını sağlayabildiklerini savunmuştur. Ayrıca, enflasyon hedeflemesinin ekonomik performans bakımından parasal hedefleme veya gizli hedeflemeye göre daha üstün bir yanının bulunmadığını, bununla birlikte diğer parasal stratejiler gibi enflasyon hedeflemesinin de ekonomik kültür ve geleneğin bir parçası olarak kabul edilmesi gerektiğini belirtmiştir.

S. Hebbel ve Werner (2002), 1986:1-2000:4 dönemleri arası, VAR modelini kullanarak Brezilya, Şili ve Meksika'da enflasyon hedeflemesinin ekonomik

performansını değerlendirmişlerdir. Çalışmada kullanılan temel değişkenler, enflasyon, özveri oranı ve üretim değişkenliğidir. Çalışma sonucunda, üç ülkede de, enflasyon hedefinin başarılı bir şekilde tutturulabildiği gözlemlenmiştir. Ayrıca enflasyonun düşürülmesi maliyetinin bir göstergesi olarak kabul edilen özveri oranı ve üretim değişkenliği düşük düzeylerde kalmış, para politikasında kredibilite büyük ölçüde sağlanabilmiştir.

Literatür taraması kapsamında özetlenecek çalışmalardan birisi de Ball ve Sheridan'e (2003) aittir. Çalışmada, enflasyon oranı, enflasyon değişkenliği, enflasyon katılığı, üretim artışı, üretim ve faiz değişkenliği gibi temel kriterler baz alınarak enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansı değerlendirilmeye çalışılmıştır. Değerlendirme kapsamında 7'si enflasyon hedeflemesini uygulayan ve 13' ü uygulamayan toplam 20 OECD ülkesi arasında bazı karşılaştırmalar yapılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır: Hedeflemeden önceki dönemlerde, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerdeki enflasyon oranları hedeflemeyi uygulamayan ülkelere kıyasla daha yüksek seviyelerde iken, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması ile birlikte, hedeflemeyi uygulayan ve uygulamayan ülkelerdeki enflasyon oranlarının birbirlerine oldukça yakınlaştığı tespit edilmiştir. İkinci olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyon değişkenliğini azalttığına dair hiçbir kanıt bulunamamıştır. Enflasyon oranının standart sapması (değişkenliği), hedefleme dönemi boyunca bütün ülkelerde düşmüştür. Ancak, enflasyon hedeflemesini uygulamayan ülkelerdeki enflasyon değişkenliği, uygulayan ülkelere göre daha düşük düzeylerde kalmıştır. Bulgulardan üçüncüsü, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde üretim ortalama olarak artarken, gelişmiş ülkelerde önemsiz sayılabilecek bir düşüş söz konusudur. Üretim değişkenliğine bakıldığında ise, elde edilen sonuçlar, enflasyon oranının bir yansımaları gibidir. Şöyle ki, enflasyon hedeflemesini uygulayan ve uygulamayan ülkelerin hepsinde hedefleme dönemi boyunca üretim değişkenliği azaltılabilmektedir. Diğer bir ifadeyle üretimde istikrar sağlanabilmiştir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesini uygulamayan ülkelerde üretimde sağlanan istikrarın, uygulayan ülkelere göre daha iyi durumda olduğu görülmektedir. Son olarak, enflasyon hedeflemesini uygulayan ve uygulamayan ülkelerde kısa dönem faiz değişkenliğinde azalma söz konusudur. Ancak bu azalmanın, enflasyon hedeflemesini uygulamayan ülkelerde daha fazla olduğu görülmektedir.

Ball-Sheridan; çalışma sonucunda enflasyon hedeflemesi stratejisinin ülkelerin ekonomik performanslarını pozitif yönde etkilediğine dair güçlü bir kanıt bulunmadığını belirtmekte ve bunu çeşitli nedenlere bağlamaktadır: Örneğin enflasyon hedeflemesini uygulayan ve uygulamayan ülkelerdeki faiz politikalarının benzerlikler göstermesi böyle bir sonucun ortaya çıkmasında etkili olabilir. Ancak, çalışmadan elde edilen sonuçlardan yola çıkarak enflasyon hedeflemesi stratejisine karşı bir argümanın ortaya konulması da doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Kaldı ki, çalışmada enflasyon hedeflemesinin herhangi bir zararlı etkisinin olduğuna dair bir tespit de yapılmamıştır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi stratejisinin sağlamış olduğu bazı yararların çalışma kapsamında tespit edilememesi olasılığının da olduğunu belirtmekte yarar vardır. Diğer yandan, enflasyon hedeflemesinin gelecekte ülkelerin ekonomik performansına olumlu katkı sağlaması olasılığının olduğunun da vurgulanması gerekir.

Fraga ve diğerleri (2003), enflasyon, üretim, faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerini kullanarak yükselen piyasalar olarak adlandırılan Brezilya, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İsrail, Meksika, Peru, Polonya, Güney Afrika, Güney Kore ve Tayland'da enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansını değerlendirmeye çalışmışlardır. Bunun için VAR modelini kullanmışlar ve şu sonuçlara ulaşmışlardır: Dünya genelinde enflasyon hedeflemesinin performansı pozitiftir. Yükselen piyasalarda uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesinin nispi olarak başarılı olduğu söylenebilir. Bununla birlikte, üretim, enflasyon, faiz oranı ve döviz kuru değişkenliğinin gelişmiş ülkelerden daha yüksek olduğu görülmektedir. Bunun nedeni, bu ülkelerdeki makroekonomik istikrarsızlık, düşük kredibilite ve daha fazla kırılğan yapıya sahip olan kurumlar olabilir.

Pétursson (2004), 1981:1-2002:4 dönemleri arası, enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansını değerlendirmek için, gelişmekte olan ülkeleri de kapsayan 21 enflasyon hedeflemesini uygulayan ülke ile bu stratejiyi uygulamayan 6 sanayi ülkesini (Danimarka, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya ve ABD) karşılaştırmıştır. Çalışmada kullanılan temel değişkenler, enflasyon, büyüme, faiz oranları ve döviz kurlarıdır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar şu şekildedir: Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesiyle birlikte, bu stratejiyi uygulayan bütün ülkelerde enflasyon oranları düşmüştür. Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinden önceki son 5 yılda, %30'lar seviyesinde olan enflasyon oranları stratejinin benimsenmesinden sonra %4.5

seviyesine kadar gerilemiştir. Analiz Brezilya, İsrail, Peru ve Polonya gibi hiperenflasyon ülkeleri de kapsamaktadır. Bu ülkeler karşılaştırma dışı tutulduğunda ortalama enflasyon %8.9 seviyesinden %4.3'e düşmüştür. Enflasyon hedeflemesi, özellikle yüksek enflasyon ile mücadele eden yeni sanayileşen ülkelerde enflasyonun düşürülmesine yardımcı olmuştur. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerdeki enflasyon düşüşlerinin, enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesiyle ilişkili olup olmadığı ya da global bir olgu olup olmadığı açık değildir. Bunun için, 1981:1-2002:4 dönemleri arası, farklı ülke gruplarından oluşan panel bir model oluşturulmuş ve SUR yöntemiyle tahmin edilmiştir. Tahmin sonucunda, enflasyon hedeflemesinin global dezenflasyon olgusu dikkate alındığında bile ortalama enflasyon oranlarında önemli düşüslere yol açtığına ulaşılmıştır. Enflasyon oranlarının azalmasıyla birlikte enflasyon değişkenliği de azalmıştır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesinin enflasyon devamlılığını etkileyip etkilemediği test etmek için tek değişkenli [AR(2)] modeli tahmin edilmiş ve enflasyon hedeflemesinin enflasyon devamlılığını azalttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Enflasyon hedeflemesi hakkındaki şüphelerden birisi, stratejinin çok katı ve tavizsiz şekilde uygulanması ve bunun bir sonucu olarak da, beklenmedik ekonomik şoklara karşı para politikasının yeterince ihtiyarilik (duruma göre değişme) göstermesinin mümkün olmamasıdır. Böyle bir ortamda üretimde önemli ölçüde dalgalanmaların olması kaçınılmaz olacaktır. Dolayısıyla, özellikle kısa dönemde, ekonomik büyüme olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan 21 ülkeye bakıldığında büyüme, çok önemli olmasa da stratejinin benimsenmesinden sonra ortalama olarak düşmüştür. Bununla birlikte, hiperenflasyon yaşayan 4 ülke analiz dışı bırakıldığında sonuç tersine çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesi, büyüme üzerinde pozitif etkiye sahip olmakla birlikte bu etki oldukça önemsizdir. Şunu da belirtmek gerekir ki, enflasyon hedeflemesi stratejisi Asya Krizi'nden başka ciddi bir krizle test edilmemiştir. Yine de enflasyon hedeflemesinin büyümeye zarar verdiğine dair bir kanıt söz konusu değildir. Büyümenin standart sapması ile ölçülen büyüme değişkenliği de enflasyon hedeflemesinin benimsenmesiyle birlikte azalmıştır. Bu sonuç, büyüme değişkenliğinin ve çıktı boşluğunun enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinden sonra azaldığını gösteren Corbo ve diğerleri (2001) ve Neumann-v. Hagen'in (2002) sonuçlarıyla da tutarlıdır. Faiz oranları dikkate alındığında, hem enflasyon hedeflemesini uygulayan hem de uygulamayan ülkelerde kısa dönem nominal

faiz oranları azalmıştır. Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi para politikasının kredibilitesini artırarak, nominal faiz oranları üzerindeki enflasyonist beklentilerin ve enflasyon risk priminin azalmasına yol açar. Bu gelişmeler ise daha düşük nominal faiz oranlarını yansıtır. Enflasyon hedeflemesinin artan döviz kuru dalgalanmalarına yol açtığı sıkça tartışılan konular arasındadır. Halbuki, düşük ve istikrarlı enflasyon döviz kuru istikrarını pozitif olarak etkiler. Nitekim enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler incelendiğinde, reel döviz kuru değişmelerinin ortalama olarak azaldığı görülmektedir.

Dotsey (2006), enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansını değerlendirmek için, enflasyon hedeflemesini uygulayan 5 ülke (Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç ve Avustralya) ile stratejiyi uygulamayan 6 ülkeyi (ABD, Japonya, Almanya, Fransa, Hollanda ve İtalya) karşılaştırma yoluna gitmiştir. Performans değerlendirmesinde, enflasyon ve büyüme oranı değişkenleri kullanılmıştır. Çalışma, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler için, enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinden önceki 10 yıl ile benimseme tarihinden itibaren 2004'e kadar olan dönemi, stratejiyi uygulamayan ülkeler için ise 1982-1992 ve 1992-2004 olmak üzere iki alt dönemi kapsamaktadır. Dotsey, çalışmasında VAR modelini kullanmış ve şu sonuçlara ulaşmıştır: Enflasyon hedeflemesinin performansı hakkındaki tartışmalar devam etse de genel eğilim, enflasyon hedeflemesinin yararlı etkilere sahip olduğu yönündedir. Ülke örnekleri incelendiğinde, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde, stratejiyi uygulamayanlara göre (İtalya hariç), başlangıçta enflasyon oranları daha yüksektir. Ancak, enflasyon hedeflemesinin benimsenmesiyle birlikte, stratejiyi uygulayan ülkelerde enflasyon oranları %5 oranında azalmıştır. Stratejiyi uygulamayan diğer ülkelerde de enflasyon oranları azalmış, fakat bu azalış %2.2 ile sınırlı kalmıştır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesinin uygulanmasıyla birlikte, çıktı büyümesi, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde yıllık %0.6 oranında artarken, diğer ülkelerde yaklaşık aynı oranda azalma göstermiştir. Enflasyon ve çıktı değişkenliği dikkate alındığında, İtalya hariç, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde, başlangıçta oynaklık daha fazla iken, enflasyon hedeflemesinin benimsenmesiyle birlikte, hem stratejiyi uygulayan hem de uygulamayan ülkelerde her iki değişkenlikte de azalma olmuştur. Burada, enflasyon hedeflemesini uygulayan söz konusu ülkelerde, diğerlerine kıyasla, azalmanın daha büyük boyutlarda gerçekleştiğinin belirtilmesinde yarar vardır.

Özetle, Dotsey, enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinin enflasyon oranlarını ve enflasyon devamlılığını azalttığını, uzun dönem enflasyonist beklentileri daha istikrarlı hale getirdiğini ve çıktı üzerinde zararlı sayılabilecek herhangi bir etkiye sahip olmadığını belirtmektedir.

Tablo 6. Enflasyon Hedeflemesi İle İlgili Literatür

YAZAR VE TARİH	ÜLKE	DÖNEM	YÖNTEM	DEĞİŞKEN	ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN BAŞARISI
Debelle(1997)	Y.Zelanda Kanada İngiltere İsveç Finlandiya İspanya Avustralya	1985-1996		Enflasyon Uzun dönem tahvil getirisi işsizlik	Kısmen
Mishkin ve Posen(1997)	Y.Zelanda Kanada İngiltere	1990-1996	Sınırlandırılmış mamiş VAR	Enflasyon Reel GSYİH Gecelik faiz	Başarılı
Kahn ve Parrish(1998)	Y.Zelanda İsveç İngiltere ABD	1979-1998		Enflasyon Kısa dönem faiz oranları	Belirsiz
Cecchetti ve Ehrmann(1999)	Avustralya Kanada Şili Finlandiya İsrail Y.Zelanda İspanya İsveç İngiltere Avusturya Belçika Danimarka Fransa Almanya İrlanda İtalya Japonya Kore Meksika Hollanda Portekiz İsviçre ABD	1985-1997	VAR	Enflasyon Üretim Enflasyon ve üretim değişkenliği	Başarılı
Debelle(1999)	Avustralya Kanada Finlandiya Y.Zelanda İspanya İsveç İngiltere Fransa	1980-1997		Enflasyon oranı Reel GSYİH artışı	Başarılı

	Almanya İtalya Japonya ABD Belçika Danimarka Yunanistan İrlanda Lüksemburg Norveç Portekiz				
King(1999)	Avustralya Kanada Finlandiya İsveç Y.Zelanda İngiltere Fransa Almanya İtalya Japonya ABD			Enflasyon Üretim Üretim değişkenliği	Başarılı
Kuttner ve Posen(1999)	İngiltere Kanada Y.Zelanda	1984- 1999 1984- 1998 1982:1- 1998:2	VAR	Enflasyon İşsizlik Faiz oranı	Belirsiz
Siklos(1999)	Avustralya Kanada Finlandiya Y.Zelanda İspanya İsveç İngiltere ABD Almanya İsviçre	1958:1- 1997:4		Enflasyon Enflasyon değişkenliği	Belirsiz
Mishkin ve S. Hebbel(2000)	Avustralya Brezilya Kanada Şili Kolombiya Çek Cumhuriyeti Finlandiya İsrail Kore İsviçre Meksika Y.Zelanda Peru Polonya G.Afrika İspanya İsveç Tayland İngiltere Danimarka	1990- 1999		Enflasyon Özveri oranı Üretim değişkenliği	Başarılı

	Fransa Almanya İtalya Japonya Hollanda Norveç Portekiz ABD				
Corbo ve S. Hebbel(2001)	Brezilya Şili Kolombiya Meksika Peru		Sınırlandırıl mamış VAR	Enflasyon Özveri oranı Üretim değişkenliği	Başarılı
Nadal-De Simone(2001)	Y.Zelanda İngiltere Avustralya Kanada Şili ABD	1974- 1999	VAR	Tahvil faizi GSYİH artışı İşsizlik oranı	Başarılı
Brimmer(2002)	Y.Zelanda Kanada Şili			Enflasyon Enflasyon beklentileri	Belirsiz
Corbo,Lander retche, S.Hebbel(2002)	Avustralya Kanada Şili Finlandiya İsrail Y.Zelanda İspanya İsveç İngiltere Kolombiya Kore Meksika G.Afrika Danimarka Fransa Almanya İtalya Japonya Hollanda Norveç Portekiz İsviçre ABD	1980- 2000	VAR	Enflasyonun istikrarlı seviyeye düşürülme hızı Enflasyon oranı Hedef enflasyon oranından sapma derecesi Özveri oranı	Başarılı
Dodge(2002)	Kanada	1981- 2000		Enflasyon Üretim Üretim boşluğu İşsizlik oranı	Başarılı
Neumann ve von Hagen (2002)	Avustralya Kanada Şili Y.Zelanda İsveç İngiltere Almanya	1978- 2001		Enflasyon Enflasyon değişkenliği Kısa dönem faiz oranları Üretim açıklığı	Başarılı

	İsviçre ABD				
S. Hebbel ve Werner(2002)	Brezilya Şili Meksika	1986:1- 2000:4	VAR	Enflasyon Özveri oranı Üretim değişkenliği	Başarılı
Ball ve Sheridan (2003)	Avustralya Kanada Y.Zelanda İsveç İngiltere Finlandiya İspanya ABD Japonya Danimarka Avusturya Belçika Fransa Almanya İrlanda İtalya Hollanda Portekiz Norveç İsviçre			Enflasyon Enflasyon değişkenliği Enflasyon katılığı Üretim artışı Üretim değişkenliği	Belirsiz
Fraga,Goldfajn ve Minella (2003)	Brezilya Şili Kolombiya Çek Cumhuriyeti Macaristan İsrail Meksika Peru Polonya G.Afrika G.Kore Tayland	1997:1- 2002:2	VAR	Enflasyon Üretim Faiz oranı Döviz kuru	Kısmen
Pétursson (2004)	Avustralya Brezilya Kanada Şili Kolombiya Çek Cumhuriyeti Macaristan İzlanda İsrail Kore Meksika Y.Zelanda Norveç Peru Filipinler Polonya G.Afrika İsveç	1981:1- 2002:4	SUR	Enflasyon Büyüme Faiz oranı Döviz kurları	Başarılı

	İsviçre Tayland İngiltere Danimarka Almanya Fransa İtalya Japonya ABD				
Dotsey(2006)	Y.Zelanda Kanada İngiltere İsveç Avustralya ABD Japonya Almanya Fransa Hollanda İtalya	1992- 2004	VAR	Enflasyon Büyüme oranı	Başarılı

Tablo 6’da özetlenen çalışmaların sonucundan yararlanarak, enflasyon hedeflemesinin ekonomik performansı üzerine ortaya çıkan temel noktaları aşağıdaki gibi genelleştirmek mümkündür:

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansının değerlendirilmesi konusunda bir fikir birliğine henüz ulaşılmamıştır. Diğer bir ifadeyle elde edilen sonuçlar birbirleriyle çelişkilidir.
- Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde enflasyon oranlarının düştüğü gözlemlenmiş ve ayrıca enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ülkelerin ekonomik performansını olumsuz etkilediğine dair herhangi bir kanıt da bulunamamıştır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde enflasyonun düşmüş olması, bu ülkelerle sınırlı kalan bir başarı değildir. Nitekim 1990’lı yıllardan itibaren dünya genelinde enflasyon oranlarında düşüşler gözlenmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olup olmadığı konusunda doğru bir karar verebilmek için henüz erken sayılabilir. Bunun çeşitli nedenleri vardır. Örneğin, her ne kadar enflasyon hedeflemesi Asya krizi gibi ciddi bir krizle test edilmiş olsa da, başarının daha sağlıklı bir şekilde değerlendirilebilmesi için daha çok teste ihtiyaç vardır. Ayrıca performans değerlendirilmesinde kullanılacak verilerin yetersiz olması da, değerlendirmenin sağlıklı bir şekilde yapılmasını engelleyebilmektedir. Son olarak bazı ülkelerin enflasyon

hedeflemesi stratejisine daha yeni başlaması da değerlendirme için yetersiz bir zaman serisi oluşturmaktadır.

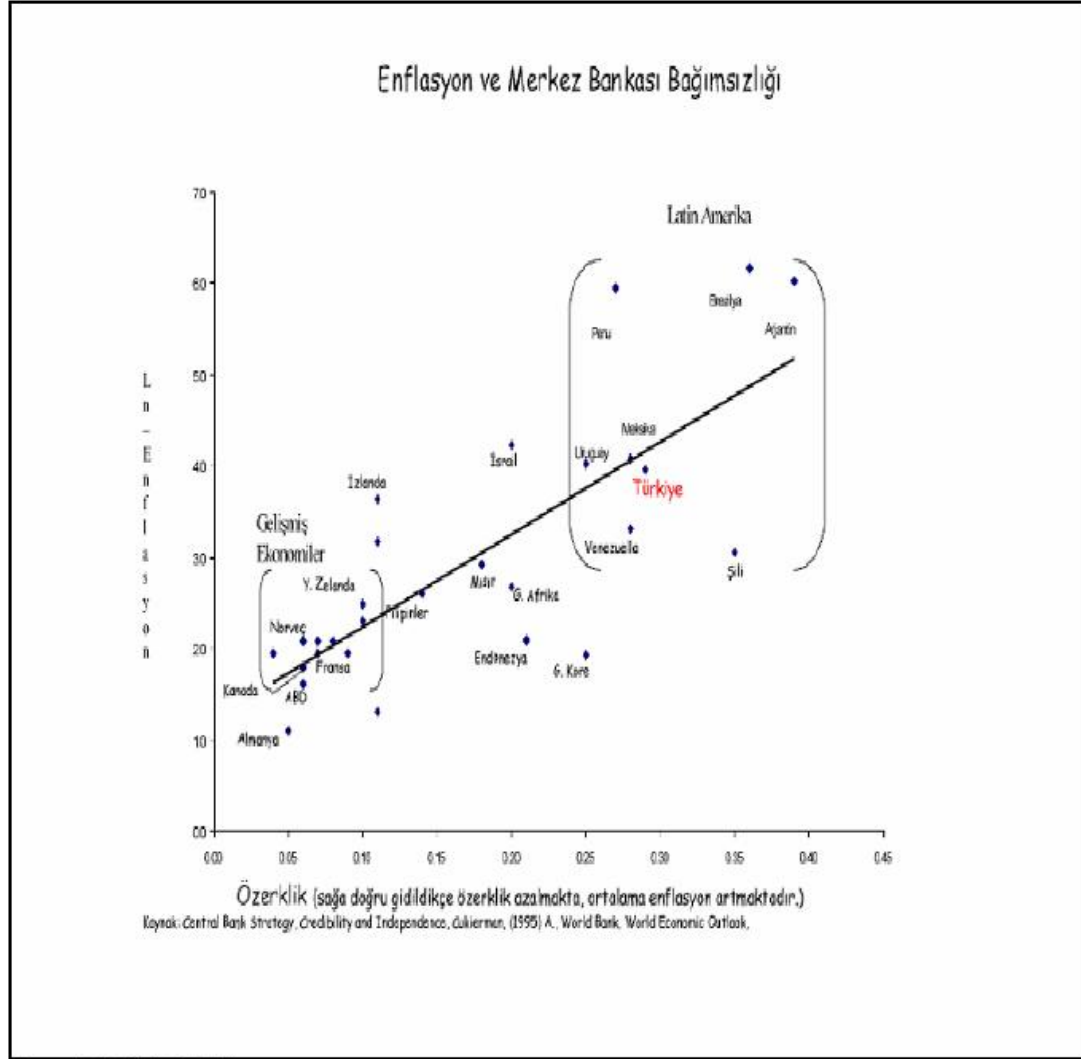
- Şu aşamada enflasyon hedeflemesi stratejisinin lehine ya da aleyhine karşı bir argüman geliştirmek doğru olmayacaktır. Ne var ki, dünya genelinde enflasyonun yükselmeye başladığı ve ekonomik şokların sıklaştığı dönemlerde, stratejinin bu sorunlar karşısında göstereceği başarı ya da başarısızlıklar daha sağlıklı bir değerlendirme için zemin hazırlayacaktır.

3.2.Merkez Bankası Bağımsızlığı ile İlgili Ampirik Çalışmalar

Bu kısımda merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili makro ekonomik büyüklükler arasındaki ilişkiler konusunda bir literatür özeti verilecektir. Çalışmanın sonunda bu ampirik çalışmalar tablo halinde verilmiştir. Tabloda ilgili çalışmalardan elde edilen sonuçlar, yazar ve tarih, incelenen ülkeler, dönem, yöntem, kullanılan değişkenler ve merkez bankası bağımsızlığının ilgili değişkenler üzerinde etkili olup olmadığı sonucuna göre özetlenmiştir.

3.2.1.Genel Değerlendirme

Merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili olarak yapılan ampirik çalışmalarda, bağımsızlık ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğu kabul edilmektedir. Bu çalışmalar, merkez bankalarına açık bir biçimde bağımsızlık veren ülkelerin daha düşük bir enflasyon oranına sahip olduğunu göstermektedir (Berument, Neyaptı, 1999, s.2). 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 2. Enflasyon ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Merkez bankası bağımsızlığı ve ekonomik performans üzerine yapılan ampirik araştırmalardan çıkan sonuçlar kısaca şu şekilde özetlenebilir (Cukierman, 1994, s.1437-1440):

- Gelişmiş ülkelerde, yasal bağımsızlık ile enflasyon oranı arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, gelişmiş ülkelerde merkez bankası bağımsızlığı arttıkça enflasyon oranı düşmektedir.
- Gelişmekte olan ülkelerde ise, yasal bağımsızlık ile enflasyon arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır. Buna karşılık gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankası başkanlarının değişim sıklığı ile enflasyon arasında güçlü ve pozitif bir

ilişki vardır. Diğer bir deyişle gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankası başkanları ne kadar sık değişirse söz konusu bu ülkelerde enflasyonda o kadar artmaktadır.

Yasal bağımsızlık gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarının sağlanmasında etkili olurken, bu etkinin gelişmekte olan ülkelerde sınırlı kalmasının temelde üç nedeni vardır (Oktar, 1996, s.151):

Birincisi, yasalara bağlılık, gelişmiş ülkelerde daha köklüdür. Bu ülkelerde yasal ve kurumsal altyapının tarihi geçmişi hem eski hem de zengindir. Dolayısıyla kurum, kişi ve kuruluşların yasalara uyması ve saygısı, bir davranış biçimi olarak oldukça gelişmiştir. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde kurumsal ve yasal yapılar, hem yenidir hem de yeterince gelişmiş değildir. İkincisi, gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri, finans sisteminin gelişme düzeyinin yetersiz olması nedeniyle, yatırımların gerçekleştirilmesi için özellikle finansal yapının derinleşmesine ve tasarrufların mobilizasyonuna önem verirler. Bu bakımdan hükümetler, iç tasarruf yetersizliğini aşabilmek için merkez bankalarını, adeta bir kalkınma bankası gibi kullanma eğilimi gösterirler. Ancak, bu durum, merkez bankasının fiyat istikrarı hedefine uzun süre bağlı kalmasını engeller. Üçüncüsü, gelişmekte olan ülkelerin büyük bir bölümü otoriter rejimlere sahip olduklarından, bu ülkelerde, gelişmiş demokrasi ülkelerinin aksine, çeşitli kamu kuruluşları arasında yetki bölüşümü dikkate alınmaz. Dolayısıyla bu durum, yasal çerçevesi belli bir bağımsızlık derecesi sağlasa bile, merkez bankasını hükümetin kontrolü altında bir organ konumuna sokar.

- Merkez bankalarının politik etkilere açık olması ile enflasyon değişkenliği arasında pozitif bir ilişki vardır. Buna göre, bir merkez bankasının uyguladığı para politikası politik kararlardan ne kadar fazla etkilenirse fiyatlar genel düzeyindeki değişimler de o kadar istikrarsız olacaktır.
- Gelişmiş ülkelerde merkez bankası bağımsızlığı ile ortalama reel büyüme arasında bir ilişki bulunamamıştır.
- Merkez bankalarının politik etkilere açık olduğu gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankalarının yeterince bağımsız olmaması özel sektör yatırımlarını negatif yönde etkilemektedir.

- İç ekonomik koşulların dış ticaret şokları gibi ekonomik büyümeyi negatif yönde etkileyen olumsuz gelişmelerden soyutlandığı durumlarda, merkez bankası bağımsızlığı gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranları üzerinde pozitif bir etki bırakır.

3.2.2.Literatür Taraması

Grilli, Masciandaro ve Tabellini (1991), regresyon yöntemini kullanarak, 18 OECD ülkesi için merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında bir ilişki olup olmadığını incelemişlerdir. Merkez bankası bağımsızlığı için, ekonomik ve politik bağımsızlık endekslerini kullanmışlardır. Nitekim incelenen dönemde (1950-1989), ekonomik bağımsızlık ile enflasyon arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Politik bağımsızlıkta enflasyon ile negatif olarak ilişkilidir ancak bu ilişki anlamlı değildir.

Cukierman, Webb ve Neyaptı (1992), merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlayacak bir kurum haline gelmesinin hükümetlerin de fiyat istikrarını sağlamadaki kararlılığının göstergesi olduğunu belirtmişlerdir. Cukierman ve diğerleri merkez bankasının bağımsızlığını dört kategoride ölçmüş ve bu kategorilerin enflasyon ve enflasyon değişkenliği ile olan ilişkilerini, 1950-1989 dönemi için, regresyon yöntemini kullanarak incelemişlerdir. Bu ölçümler sonucunda 72 ülke için yasal bir bağımsızlık endeksi oluşturmuşlardır. Bağımsızlık ölçütünde merkez bankası başkanlarının değişim süresi, ülkelerle yapılan anketlerin cevaplarına göre belirlenen yasal endeks ve başkanın değişim süresinin beraber kullanımı olmak üzere üç unsur belirleyicidir. Sanayileşmiş ülkelerde yasal bağımsızlık ve enflasyon arasında olan negatif ilişki gelişmekte olan ülkelerde yoktur. Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası başkanının değişim süresindeki sıklık merkez bankası bağımsızlığını belirlemede iyi bir ölçüttür. Ampirik sonuçlar merkez bankası bağımsızlığının düşük olmasının yüksek enflasyona yol açtığını göstermektedir. Enflasyonun kontrol altına alınmasındaki başarı merkez bankalarının bağımsız olmalarını sağlamaktadır. Benzer şekilde, yasal bağımsızlık ile enflasyon değişkenliği arasında da negatif ilişki bulunmuştur.

De Long ve Summers (1992), 1955-1990 yılları arasında 16 sanayileşmiş ülkede, merkez bankası bağımsızlığı ile kişi başına çıktı büyümesi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Regresyon yöntemini kullanarak yaptıkları çalışma sonucunda, merkez bankası bağımsızlığı ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Alesina ve Summers (1993), merkez bankası bağımsızlığının ülkelere göre değiştiğini belirtmişlerdir. Merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon, enflasyon değişkenliği ve reel ekonomik değişkenlerin (büyüme, işsizlik ve reel faiz oranları) seviyesi ve değişkenliği arasında herhangi bir korelasyon olup olmadığını, 16 sanayileşmiş ülke için araştırmışlardır. Nitekim incelenen dönemde (1955-1988), merkez bankası bağımsızlığının fiyat istikrarını desteklediğini, fakat ekonomik performans üzerinde herhangi bir etki yaratmadığı sonucuna varmışlardır. Bu sonuç, aynı zamanda, paranın yansızlığını öne süren kuramlara da destek olmaktadır.

Cukierman, Kalaitzidakis, Summers ve Webb (1993), gelişmiş ve gelişmekte olan 70 ülkede, 1960-1989 dönemini temel alarak, merkez bankası bağımsızlığı ile büyüme, büyüme değişkenliği, özel yatırım, faiz oranları ve verimlilik artışı arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmalarında OLS yöntemini kullanmışlardır. Çalışmanın sonuçlarına göre, merkez bankası bağımsızlığı için yasal endeks kullanıldığında gelişmiş ülkelerde, bağımsızlık ile büyüme arasında bir ilişkiye rastlanmamıştır. Dönüşüm oranı kullanıldığında ise, gelişmekte olan ülkelerde iki değişken arasında anlamlı bir pozitif ilişki bulunmuştur. Yine bağımsızlık ölçüsü olarak dönüşüm oranı kullanıldığında, bağımsızlık ile büyüme değişkenliği arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Yasal bağımsızlık ile verimlilik artışı arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Buna karşın, dönüşüm oranı ile verimlilik artışı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki saptanmıştır. Benzer şekilde, özel yatırım da dönüşüm oranı ile negatif olarak ilişkilidir. Reel faiz oranları ve bağımsızlık arasındaki ilişkiye bakıldığında ise, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde iki değişken arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki saptanmıştır.

Merkez bankalarının bağımsız olmalarıyla gerçekleşmesi beklenen bir diğer önemli sonuç, bütçe açıklarının merkez bankası kaynaklarıyla kapatılması işleminin sona erdirilmesidir. Bir merkez bankasının bağımsız olması, devletin, bankayı finansman aracı olarak kullanmasına engel olmayı gerektirir. Merkez bankalarının bağımsız olmalarının gerekliliği, büyük ölçüde, devletin banka kaynakları üzerinde ölçüsüz baskılarının bir sonucudur. Hükümetlerin gerek bütçe açıklarını kapatma gerekse seçim dönemlerinde parasal genişleme sağlamak üzere merkez bankası kaynaklarına müdahaleleri, yaşanan enflasyonun temel nedenidir. Bu bakımdan para

otoritesi olarak merkez bankasının, siyasi otoriteyle arasındaki para arzının artırılması ilişkisinin kopartılması gerekir. Bu da, merkez bankasının siyasi otoriteden bütünüyle bağımsız olmasıyla mümkündür (Oktar, 1996, s.154-155). Çünkü, böyle bir durumda, merkez bankası, hükümetin bütçe açıklarını monetize etme çabalarına karşı koyabilecektir (Pollard, 1993, s.26).

Pollard (1993), 1973-1989 dönemi için, 16 sanayileşmiş ülkede, merkez bankası bağımsızlığı ile bütçe açığı ve bütçe açığı değişkenliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda, merkez bankası bağımsızlığı ile bütçe açıkları arasında negatif ve anlamlı olmayan bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Yine benzer şekilde, bağımsızlık ile bütçe açıklarının değişkenliği arasında da negatif fakat anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Buna göre, bağımsız bir para otoritesinin, hükümeti, bütçe açığı vermekten caydırmadığı sonucuna varılmıştır.

Eijffinger, Van Rooij ve Schaling (1994), 1977-1990 dönemleri arası, 10 sanayileşmiş ülkeyi kapsayan çalışmalarında temel olarak, merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon, enflasyon değişkenliği, büyüme, büyüme değişkenliği, faiz oranı ve faiz oranı değişkenliği arasında bir ilişki olup olmadığı sorusuna panel çalışması yaparak cevap aramışlardır. Çalışmanın sonuçlarına göre şu bulgulara ulaşılmıştır: Merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında olan anlamlı negatif ilişki, enflasyon değişkenliği ile bağımsızlık arasında yoktur. Merkez bankası bağımsızlığı ile ne ekonomik büyüme ne de büyüme değişkenliği arasında bir ilişkiye rastlanmıştır. Bağımsızlık, faiz oranları ile negatif olarak ilişkili iken, faiz oranı değişkenliği ile bağımsızlık arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

Bleaney (1996), 17 sanayileşmiş ülkede merkez bankası bağımsızlığı ile işsizlik ve enflasyon arasında bir korelasyon olup olmadığını OLS yöntemini kullanarak araştırmıştır. 1973-1989 dönemi için yapılan çalışma sonucunda Bleaney, bağımsızlık ile enflasyon arasında anlamlı bir negatif ilişki bulmuştur.

Eijffinger, Schaling ve Hoerberichts (1998), 1972-1992 yılları arasında, 20 sanayileşmiş ülkede, merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon, enflasyon değişkenliği, çıktı ve çıktı değişkenliği arasında bir ilişki olup olmadığı sorusuna OLS yöntemini kullanarak cevap bulmaya çalışılmıştır. Yaptıkları çalışmanın sonucunda da, merkez

bankası bağımsızlığının enflasyon ve enflasyon değişkenliğini azalttığını, fakat çıktı ve çıktı değişkenliği üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Hafız (1998), merkez bankası bağımsızlığının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini gözlemek için, gelişmiş ve gelişmekte olan 65 ülkeyi 1960-1989 dönemi için incelemiştir. Çalışmasında OLS yöntemini kullanmış ve bağımsızlık ile ekonomik büyüme arasında herhangi bir ilişki olmadığı sonucuna varmıştır.

Maxwell (1998), gelişmekte olan ülkelerde, hükümetin bütçe açığı ve bu açığın finansman yöntemlerinin merkez bankası bağımsızlığının yapısını belirlediğini söylemiştir. Merkez bankası bağımsızlığı ölçütünü ise bankanın hükümete vermiş olduğu kredileri kısıtlaması olarak tanımlamıştır. Merkez bankasının hükümetin kredi taleplerine karşı vermiş olduğu tepki bankanın bağımsızlık derecesini belirlemektedir. Merkez bankası hükümetin kredi taleplerindeki değişikliği dengelemek amacıyla yeterli önlemleri alabiliyorsa bağımsızdır; eğer yeterli önlemleri alamayıp yurt içindeki kredi talepleri hükümetin borçlanma ihtiyacı doğrultusunda hareket ediyorsa o zaman bağımsız değildir. Bir ülkedeki mali politikaların daha etkin olması döviz kuru ve para politikasını etkilemekte ve merkez bankası bağımsızlığını belirlemekte rol oynamaktadır. Maxwell'e göre hükümet özel sektöre vermiş olduğu kredileri azaltarak para arzını etkilemektedir. Bütçe açığının büyük olması ve hükümetin bankacılık sektörü üzerinde etkin olması, hükümetin bankacılık sektöründen borçlanmasını arttırmakta ve merkez bankasının bu etkiyi azaltmadaki çabalarını yetersiz kılmaktadır. Bu sonuç merkez bankası yapısını bağımsızlıktan uzaklaştırmaktadır. Maxwell OLS yöntemini kullanarak gelişmekte olan 70 ülkede merkez bankalarının hükümetin kredi politikasına karşı vermiş olduğu tepkileri incelemiştir. Ampirik sonuçlar bütçe açığının fazla olduğu ve bu açığı finanse etmek için hükümetin bankacılık sistemini kullandığı durumlarda merkez bankasının daha az bağımsız olduğunu göstermektedir.

Kooi ve De Haan (2000), merkez bankası başkanının görev süresine dayanarak merkez bankası bağımsızlığı için 1980-1989 yılları arasında 82 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan yeni bir ölçüt oluşturmuşlardır. OLS yöntemini kullanarak, merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon, bütçe açıkları ve ekonomik büyüme arasında ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Ampirik sonuçlara göre merkez bankası bağımsızlığı için başkanın görev süresi ölçütünün enflasyonla ilişkisi ancak yüksek enflasyona sahip

ülkeler örnekleme dahil edildiği zaman önem kazanmaktadır. Merkez bankası bağımsızlığı ile bütçe açıkları ve ekonomik büyüme arasında herhangi bir bağlantı bulunmamıştır.

Borrero (2001), makro ekonomik denge performansı için merkez bankası bağımsızlığının uygulamalarını incelemiştir. Merkez bankası ve Maliye Bakanlığı arasındaki kurumsal ilişkinin ayarlanması çalışmanın temel amacını oluşturmaktadır. Borrero'ya göre merkez bankası bağımsızlığının yüksek olması mali disiplini artırmakta, enflasyon ve büyümenin düşmesine neden olmaktadır. Uzun dönemde ise, enflasyonun büyüme üzerinde yaratacağı negatif etki nedeniyle, yüksek merkez bankası bağımsızlığı mali disiplini yine arttıran ve enflasyonu düşüren bir sonuç yaratmakta, ancak bu sefer yüksek büyüme sağlamaktadır.

Sturm ve De Haan (2001), merkez bankası bağımsızlığı ve enflasyon arasındaki ilişkinin geçerli olup olmadığını, 90 gelişmekte olan ülke için, çeşitli kontrol değişkenlerini kullanarak, 1980-1989 ve 1990-1998 yıllarını kapsayan iki dönem aralığında OLS yöntemi ile analiz etmişlerdir. Bu konudaki önceki çalışmaların Cukierman (1992)'in verilerine göre yapıldığını belirtmişlerdir. Alternatif olarak kendi çalışmalarında merkez bankası başkanlarının görev süresini dikkate alan yeni bir veri tabanı oluşturmuşlardır. Bu yeni veri tabanı Cukierman'ın çalışmasındaki gibi bir çok ülkeyi kapsamaktadır. Cukierman'ın çalışmasına ek olarak 1990 yılları için de veri tabanı oluşturmuşlardır. Çeşitli kontrol değişkenleri modele eklendiğinde merkez bankası bağımsızlığı değişkeni önemsiz kalmaktadır. Ancak yüksek enflasyona sahip ülkeler örnekleme eklendiği zaman başkanın görevde kalma süresi değişkeninin katsayısı önemli olmakta ve bu da merkez bankası bağımsızlığının önemli olduğunu göstermektedir.

Brumm ve Krashevski (2003), 19 OECD ülkesi için OLS ve GMM yöntemlerini kullanarak, merkez bankası bağımsızlığı ile özveri oranı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve iki değişken arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Tablo 7. Merkez Bankası Bağımsızlığı İle İlgili Literatür

YAZAR VE TARİH	ÜLKE	DÖNEM	YÖNTEM	DEĞİŞKEN	BAĞIMSIZLIĞIN ETKİSİ
Grilli, Masciandro ve Tabellini (1991)	18 OECD ülkesi	1950-89	Regresyon	Enflasyon	Negatif ilişki
Cukierman, Webb ve Neyaptı(1992)	72 sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülke	1950-89	Regresyon	Enflasyon Enflasyon değişkenliği	Negatif ilişki
De Long ve Summers(1992)	16 sanayileşmiş ülke	1955-90	Regresyon	Büyüme	Pozitif ilişki
Alesina ve Summers(1993)	16 sanayileşmiş ülke	1955-88		Enflasyon Enflasyon değişkenliği Büyüme Büyüme değişkenliği İşsizlik İşsizlik değişkenliği Reel faiz oranı Reel faiz oranı değişkenliği	Enflasyon ve enflasyon değişkenliği ile negatif ilişki Büyüme, işsizlik, reel faiz oranları ve bunların değişkenliği ile ilişkisiz
Cukierman, Kalaitzidakis, Summers ve Webb(1993)	Gelişmiş ve gelişmekte olan 70 ülke	1960-89	OLS	Büyüme Büyüme değişkenliği Özel yatırım Faiz oranları Verimlilik artışı	Gelişmiş ülkelerde, büyüme ile ilişkisiz Gelişmekte olan ülkelerde, büyüme ile pozitif ilişki Gelişmiş ülkelerde, verimlilik artışı ile ilişkisiz Gelişmekte olan ülkelerde, verimlilik artışı ve özel yatırım ile negatif ilişki Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, reel faiz oranları ile pozitif ilişki
Pollard(1993)	16 sanayileşmiş ülke	1973-89		Bütçe açığı Bütçe açığı değişkenliği	Negatif ilişki
Eijffinger, Van Rooiji ve Schaling(1994)	10 sanayileşmiş ülke	1977-90	Panel	Enflasyon Enflasyon değişkenliği Büyüme Büyüme değişkenliği Faiz oranı Faiz oranı değişkenliği	Enflasyon ve faiz oranı değişkenliği ile negatif ilişkili Enflasyon değişkenliği, büyüme, büyüme değişkenliği ve faiz oranı değişkenliği ile ilişkisiz

Bleaney(1996)	17 sanayileşmiş ülke	1973-89	OLS	Enflasyon İşsizlik	Enflasyon ile negatif ilişkili
Eijffinger, Schaling ve Hoerichts(1998)	20 sanayileşmiş ülke	1972-92	OLS	Enflasyon Enflasyon değişkenliği Çıktı Çıktı değişkenliği	Enflasyon ve enflasyon değişkenliği ile negatif ilişkili Çıktı ve çıktı değişkenliği ile ilişkisiz
Hafız(1998)	Gelişmiş ve gelişmekte olan 65 ülke	1960-89	OLS	Büyüme	İlişkisiz
Maxwell(1998)	Gelişmekte olan 70 ülke		OLS	Bütçe açığı	Negatif ilişki
Kooi ve De Haan(2000)	Gelişmekte olan 82 ülke	1980-89	OLS	Enflasyon Bütçe açığı Büyüme	Enflasyon ile negatif ilişkili Büyüme ve bütçe açığı ile ilişkisiz
Borrero(2001)				Enflasyon Büyüme	Kısa dönemde, enflasyon ve büyüme ile negatif ilişki Uzun dönemde, enflasyon ile negatif, büyüme ile pozitif ilişkili
Sturm ve De Haan(2001)	Gelişmekte olan 90 ülke	1980-89 1990-98	OLS	Enflasyon	Negatif ilişki
Brumm ve Krashevski(2003)	19 OECD ülkesi		OLS ve GMM	Özveri oranı	Negatif ilişki

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN BAŞARISI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Hükümet ve merkez bankaları, ekonomik politikadan doğrudan sorumlu en önemli kurumlardır. Bu kurumların yapısal pozisyonu ve diğerleriyle ilişkileri, ekonomik büyümenin ve kalkınmanın içeriğinin belirlenmesinde önemli bir fonksiyon görmektedir. Dolayısıyla politika önerilerinin kurgulanması ve uygulanmasında da bu kurumlar aktif bir rol oynamaktadır. Konuyla ilgili uygulamalı çalışmalar, söz konusu kurumların statüsünü ve görevlerini tanımlamakta, hükümetle ve parlamentoyla ilişkide bağımsızlık dengesini analiz etmektedir. Değişik ülke gruplarında farklı sonuçların ortaya çıkması, genel olarak ekonomik düşünce okullarının konuya yaklaşımı ile demokratik toplumların olaya bakış tarzında düğümlenmektedir.

4.1. Parasal Analiz ve Merkez Bankaları

Merkez bankaları genel olarak para ve kredi sisteminin kontrolünden sorumludurlar. Hükümetlerin ekonomi sürecinde sahip oldukları önemli bir enstrüman olarak ele alınsalar da, söz konusu kurumların statüsü geleneksel olarak bağımsızlık konusunu gündeme getirmektedir. Merkez bankalarının kurumsal performansı, kurulma ve oluşturulma sürecinde rol ve fonksiyonlarının nasıl tanımlandığına bağlı bulunmaktadır. Temel ekonomik hedeflere ulaşmada etkin bir şekilde kullanılması düşünülen merkez bankaları, son dönemlerde enflasyon hedeflemesinin başarılmasında en önemli araç olarak görülmektedir.

Hükümetle ve parlamentoyla ilişki sürecinde, merkez bankalarının bağımsızlık derecesinin değerlendirilmesinde birkaç faktör ön plana çıkmaktadır. Bunlar arasında merkez bankasının yönetim sürecinde yer alan üyelerin atanma prosedürü, sorumluluk alanları ve görevde kalma süreleri önemli olanlarıdır. Her ülke kendi ekonomik yapı ve ilişkiler sisteminin özelliklerine ve global ekonominin gereklerine uygun bir yapılanmayı tercih etmektedir.

Monetarist ve Keynezcil ekonomik yaklaşımlar, merkez bankalarının kurumsal statüsünü belirleyen teorik arka planı oluşturmaktadır. Merkez bankalarının klasik görevi, ekonomiye bir ödeme aracı sunmak ve para sisteminin istikrarını korumaktır.

Bunu da enflasyonu kontrol altında tutan tedbirleri uygulamaya koyarak gerçekleştirmektedirler. Ayrıca merkez bankaları ekonomik politikanın ve ekonomik planlamanın aktif bir kurumu olarak da diğer fonksiyonları görebilmektedir. Söz konusu kurumların rolü, genellikle ekonomik politika doktrininde hangi yaklaşımın izlendiğine bağlı olarak önem kazanmaktadır.

Para politikasının etkinliği günümüzde hala tartışılan konulardan biri olarak önemini korumaktadır. Keynezyen iktisatçılar para politikasının reel ekonomi üzerinde etkili olduğuna inanırken, Monetarist ekolün iktisatçıları para politikasının reel ekonomiyi sadece kısa dönemde etkilediğini, buna karşın uzun dönemde parasal değişmelerin reel ekonomi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunmaktadırlar. Tartışmanın odak noktası Phillips eğrisinin konumu üzerinde toplanmaktadır. Başka bir deyişle, enflasyon ile işsizlik arasında bir trade-off'un mümkün olup olmadığı açıklanmaktadır (Arın, 1988, s.32).

Keynezyen kuramda işsizlik ile enflasyon arasında bir trade-off mümkündür. Bu kurama göre, tam istihdam ile enflasyon birbirlerinin alternatifi olarak görülmektedir. Buna göre, ekonomide işsizliğin azaltılarak tam istihdama doğru ilerlemesi ekonomide ortaya çıkacak bir enflasyona katlanmak pahasına gerçekleşmektedir. İşsizliği azaltmanın alternatif maliyeti, önceki duruma oranla daha yüksek enflasyondur (Oktar, 1996, s.55-56).

Buna karşılık, Monetarist iktisatçılar, Phillips eğrisinin sadece kısa dönemli ve geçici nitelikte bir olgu olduğunu ileri sürmüşler, uzun dönemde işsizlik ile enflasyon arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını ortaya koymuşlardır. İşsizlik oranı, daha yüksek bir enflasyona katlanmak pahasına ancak, kısa dönemde düşürülebilir. Oysa, uzun dönemde parasal ücret artışları enflasyon oranına ulaşacağından, işsizlik enflasyon artırılarak düşürülemez. Uzun dönemde gerçek enflasyon oranı ile beklenen enflasyon oranı birbirine eşit olacağından Phillips eğrisi dikey konumda olacaktır (Oktar, 1996, s.56).

Keynezyen yaklaşımda, para çok önemlidir. Çünkü Keynezyen teorisinin varsayımlarına göre çalışan bir ekonomide para, hem parasal hem de reel unsurları etkileyebilmekte, belli amaçlara (üretim artışı, istihdam artışı gibi) ulaşmak için etkin

bir araç olarak kullanılabilir (Savaş, 1998, s.202). Bu çerçevede para politikasının yürütülmesinden sorumlu kurum olarak merkez bankalarının varlığı da hem önemlidir hem de gereklidir (Arın, 1988, s.32).

Ancak Keynezyen kuram çerçevesinde ihtiyari para politikasının etkinliği konusunda paylaşılan anlayış, 1970'li yıllarda işsizlik ve enflasyonun bir arada yaşanması sonucu büyük ölçüde yara almış ve yapılan kuramsal ve ekonometrik çalışmalarla Phillips çözümlemesinin geçerliliğine olan inanç sarsılmıştır (Zeytinoglu, 1996, s.65).

Friedman ve Phelps'in kuramsal düzeyde işsizlik ve enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olmadığını kesinlikle ortaya koymaları, uzun dönemde para politikasının etkinliği tartışmalarını gündeme getirmiştir (Oktar, 1996, s.57).

İlk kez 1960'lı yıllarda J.M Muth tarafından ele alınan ve daha sonra Robert Lucas, Thomas Sargent ve Neil Wallace tarafından formüle edilen Rasyonel Bekleyişler yaklaşımına göre para politikasının reel ekonomi üzerinde hiç etkisi yoktur (Tekeoğlu, 1993, s.244). Özellikle Lucas'ın ekonomi politikalarının belirlenmesiyle ilgili olarak bekleyişlerin formülasyonu konusundaki değerlendirmesi, Keynesçi çizgideki anlayışı ve mutabakatı önemli ölçüde sarsmıştır. Lucas'a göre; üretici ve tüketici gibi iktisadi ajanlar yatırım, üretim ve tüketim gibi makroekonomik değişkenlerle ilgili kararlarını geçmişe değil, geleceğe ilişkin bekleyişleri dikkate alarak verirler (Oktar, 1996, s.57).

Rasyonel Bekleyişler yaklaşımına göre, kişilerin bugünkü hareketlerini belirleyen temel öge, gelecekle ilgili beklentilerdir. Kişiler bu beklentilerinde rasyoneldir. İktisadi karar birimleri piyasa göstergelerini yakından izlerler ve ellerinde tüm bilgileri kullanarak geleceğe yönelik beklentilerini biçimlendirirler. Kişiler rasyonel beklentilere sahip oldukları için para arzının artırılması, üretim ve istihdam üzerinde hiçbir etki yaratmaz, aksine enflasyonu hızlandırır. Bu görüşler üzerinde temellenen Rasyonel Bekleyişler yaklaşımına göre, para politikası kısa dönemde bile etkin olmadığından, bu politikanın ihtiyari olarak uygulanmasına gerek yoktur (Tekeoğlu, 1993, s.244-248). Böyle olunca, bu politikayı uygulayacak kurumun varlığına da ihtiyaç duyulmaz. Bu bakımdan merkez bankalarına para politikasını uygulama yetkisi değil; para stokunun kontrolü sorumluluğu verilmelidir (Oktar, 1996, s.58).

Buna göre, Monetarist ve özellikle de Yeni Klasik makroekonomik yaklaşımın ulaştığı sonuçlar itibarıyla, merkez bankalarının ekonomide oynadıkları rol önemli ölçüde azalmış olmaktadır. Daha açık bir deyişle, merkez bankalarının rolü pasif bir konuma çekilmektedir. Merkez bankalarının bu konumu, Friedman'ın kurala bağlanmış ve para stokunun sabit bir oranda büyümesi önerisiyle de örtüşmektedir. Merkez bankaları, bu anlayış içerisinde gerekli görülmektedir. Ancak bu kuruluşun işlevi, para stokundaki sabit büyümeyi korumakla sınırlıdır. Yoksa, para politikası uygulayıcısı şeklinde bir merkez bankasına gerek yoktur (Oktar, 19986, s.58; Savaş, 1998, s.221-227).

Monetaristler, iktisadi hayatı temelde parasal değişmelerin etkilediğini, toplam talebi ve dolayısıyla üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesini (enflasyon) belirleyen temel unsurun para arzında meydana gelen değişmeler olduğunu savunurlar (Savaş, 1984, s.120-121).

Parasal genişleme, hükümetlerin merkez bankası üzerinde doğrudan ve/veya dolaylı yollarda etkide bulunarak para arzını artırmalarıdır. Politik ve ekonomik istikrarsızlığın egemen olduğu ülkelerde para arzının aşırı biçimde genişlemesinin temel nedeni siyasi olgulardır. Siyasi otorite, yeniden seçilebilmek için kamu harcamalarını sürekli olarak artırmakta, bunun neticesinde kamu kesimi finansman açıkları sorunu ortaya çıkmaktadır. Kamu finansman açığı ise, başlıca beş ayrı yoldan karşılanmaya çalışılmaktadır. Bunlar; vergileme, iç borçlanma, dış borçlanma, para basma ve döviz rezervlerinin kullanılmasıdır. Monetaristlere göre enflasyon parasal bir olay olup, para arzındaki artış oranına bağlı olarak fiyatlar genel seviyesi sürekli artar.

Yapılan çalışmalarda merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında negatif bir ilişki olduğu kanıtlanmıştır. Temel makro ekonomi bilgilerimizden yola çıkarak bu konuyu şu şekilde açıklayabiliriz: Para arzının artış hızı ile enflasyon oranı doğru orantılıdır. O zaman enflasyon oranını kontrol altında tutmanın yolu para arzının artış hızını kontrol altında tutmaktan geçer. Para arzının artış hızının kontrolü, para politikası yoluyla merkez bankalarının elindedir. Diyelim ki, Merkez Bankası enflasyonu hiç hesaba katmadan Hazine veya diğer kamu kesimlerine limitsiz kredi verdi; ve örneğin, siyasi iktidarlar kamu kesimi açıklarını bu krediler vasıtasıyla karşılamaya kalkıştılar.

Bu durumda kur, faiz ve enflasyon oranlarının gerektirdiği para talebinin çok üstünde bir para piyasaya arz edilmiş olur. Diğer bir deyişle, Merkez Bankası karşılıksız para basmış olur. Parasal genişleme sonucu, reel faiz oranları düşer. Bu da sırasıyla, önce sermaye maliyetlerinde daha fazla düşümlere yol açmakta ve yatırım harcamalarını artırmaktadır. Sonuçta, toplam talep ve toplam çıktı artmaktadır. Toplam talebin, toplam arzdan daha büyük olması da fiyatlar genel seviyesinin ve dolayısıyla enflasyon oranının artmasına neden olur. Bütün bu nedenlerden dolayı, enflasyon oranını kontrol edebilmek için, para arzının kontrolünü sağlayan Merkez Bankası'nın siyasi iktidarların baskısından bağımsız olması gerekmektedir.

4.2. Ekonometrik Uygulama

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili yapılan araştırmalar incelendiğinde, bunların başlangıçta daha çok enflasyon hedeflemesi stratejisinin teorik çerçevesi üzerine yoğunlaştığı, fakat zaman içerisinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansını değerlendirmeye doğru kaydıkları görülmektedir. Ekonomik performans değerlendirilirken enflasyon hedefini uygulayan ülkelerdeki enflasyon, büyüme, para arzı, işsizlik oranı gibi temel makro ekonomik göstergelere bakılmaktadır. Bu bağlamda, çalışmamızda, bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını tespit edebilmek için enflasyon-para arzı ve GSYİH-para arzı arasında herhangi bir ilişki olup olmadığını ve eğer herhangi bir ilişki sözkonusu ise bu ilişkinin yönünü belirleyebilmek amacıyla çeşitli ekonometrik testler yapılmıştır. Yapılan bu testler, “fiyatların para arzını etkilediği ve fiyatların değişmesinin GSYİH'yı etkilemediği” şeklinde bir sonuç verirse enflasyon hedeflemesi politikasının başarısından söz edebiliriz.

4.3. Enflasyon-Para Arzı Arasındaki Nedensellik İlişkisi

Genellikle iktisadi değişkenler arasında karşılıklı dinamik etkileşim söz konusudur. Diğer bir ifade ile bu tür değişkenler birbirlerine farklı gecikmelerle etkide bulunurlar. Bu türden bir etkileşim para arzı ile enflasyon arasında da söz konusudur. Para arzı enflasyonu, enflasyonda para arzını gecikmeli olarak veya doğrudan etkilemektedir. Karşılıklı dinamik etkileşimlerin saptanmasında kullanılan yöntemlerden birisi vektör otoregresif (VAR) modellerdir. Çalışmamızın bu bölümünde bu iki iktisadi değişkenin birbirlerini nasıl etkilediklerini Granger nedensellik testini

kullanarak araştıracağız. Bu çalışmayı, her bir ülkeye ait veri setini, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı tarihi, ikinci dönemin başlangıç tarihi olacak şekilde almak koşuluyla iki alt döneme ayırarak yapacağız. Bunu yapmamızdaki amaç, bu iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlanmasıyla birlikte, önceki döneme kıyasla, herhangi bir değişiklik gösterip göstermediğini ortaya koyabilmektir. Hemen ardından ise, para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir strateji olarak tanımlanan enflasyon hedeflemesi rejiminin Avustralya, İngiltere, Kanada, İsviçre ve Yeni Zelanda ekonomilerinde uygulanış tarihi itibarıyla yapısal bir değişmeye neden olup olmadığını Chow testi ile test edeceğiz. Ekonometrik uygulama için JMulti paket programı kullanılacaktır.

4.4. VAR Modeli

Bir zaman serisi modeli tipik olarak bir değişkenin, (y_t) , zaman patikasını eş zamanlı ve/veya gecikmeli açıklayıcı faktörler, (x_t) , bozucu terim (yenilikler), (ϵ_t) , ve kendi gecikmeli değerleri (y_{t-n}) , ile açıklar (Greene, 2003, s.254). Zaman serilerine dayanan modelleme biçimleri iktisat teorilerinin çıkarsamalarının test edilmesi, politika analizleri ve öngörü yapılması amacıyla kullanılmaktadır. Zaman serileri kullanılarak bir denklem tahmin edileceği gibi bir denklem seti de tahmin edilebilir. Son yıllarda birden fazla değişken arasındaki ilişkinin analizinde eşanlı denklem sistemi yerine VAR modeli olarak adlandırılan yöntemin kullanımı artmıştır.

VAR modeli “n denklemlilik”, “n değişkenlilik” ve her bir değişkenin hem kendi gecikmeli hem de diğer “n-1 değişkenin” şimdiki ve gecikmeli değerleriyle açıklandığı doğrusal bir modeldir. VAR modeline dayanan modelleme biçimi zaman serilerinin zengin ve dinamik yapısını analiz etmek ve yorumlamak için kullanılan sistematik bir yol sunar (Stock, Watson, 2001, s.101). Matematiksel olarak bir VAR modeli

$$Z = \alpha + \beta(L)Z + \epsilon$$

şeklinde yazılır. Z, $k \times 1$ boyutlu değişkenler vektörü; α , $k \times 1$ boyutlu sabit terimler vektörü; $\beta(L)$, p. dereceden polinom; L gecikme operatörü; ve ϵ olmak üzere yazılabilir. Bu çalışmada ilgi konusu olan değişken enflasyon olduğu için,

bu değişkenin de içinde yer aldığı bir VAR modelinde enflasyon denklemi aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$P_t = \alpha_p + \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^p \beta_{ji} Z_{it-j} + \epsilon_t$$

Burada P enflasyon oranı, t zaman indisi, i değişken indisi, j gecikme uzunluğu indisini göstermektedir (Günçavdı ve diğerleri, 2000, s.154-155).

VAR modellerinde önemli karar aşamaları modele girecek değişkenlerin saptanması ile gecikme uzunluğu olan p'nin belirlenmesidir. Tahmin edilen değişkenleri etkileyen önemli bir değişkenin unutulması durumunda VAR modelinin tahmin gücü düşecektir. Gecikme uzunluğu p'nin de değişkenler arası dinamik ilişkileri yakalayacak uzunlukta olması gerekmektedir. k değişkenli ve gecikme uzunluğunun p olduğu bir VAR modelinde her bir denklemde tahmin edilmesi gereken katsayı sayısı (pk)+1 olmaktadır (Günçavdı ve diğerleri, 2000, s.155).

VAR modeli eşanlı ya da yapısal denklem modellerine göre bazı üstünlüklere sahiptir. Eşanlı ya da yapısal denklem modellerinde bazı değişkenler içsel, bazıları ise dışsal olarak ele alınır. Bu tür modellerin tahmin edilebilmesi için modeldeki denklemlerin belirlenmiş olması gerekmektedir. Bu genellikle, önceden belirlenmiş değişkenlerin bazılarının yalnız bazı denklemlerde bulunduğunu varsaymakla yapılır. Sims (1980)'e göre bu kararlar genellikle öznel olur. Buradan yola çıkan Sims'e göre, bir değişken takımı arasında eşanlılık bulunmakta ise bunların hepsi eşit biçimde ele alınmalıdır; içsel ve dışsal değişkenler arasında ayırım yapılmamalıdır. Sims bu düşünceleriyle VAR modelini geliştirmiştir (Gujarati, 1999, s.746-747).

VAR modeli ekonomik aktivitenin analiz edilmesi ve ekonomik aktivite ile ilgili öngöründe bulunmak amacıyla kullanılabilir. Bununla beraber VAR modeli değişkenler arasında Granger anlamında bir nedenselliğin test edilmesi ve etki-tepki fonksiyonları yardımıyla para politikasının etkilerinin analizine de olanak sağlar. Bu nedenle bu tez çalışmasında VAR modeline dayalı bir metodoloji kullanılmıştır.

VAR modeli üç farklı biçime sahiptir; indirgenmiş form (reduced form), ardışık (recursive) form, ve yapısal (structural) form. İndirgenmiş formdaki VAR modelinde

tüm değişkenler kendi geçmiş değerlerinin ve diğer tüm değişkenlerin geçmiş değerlerinin bir doğrusal fonksiyonudur. Ayrıca hata terimlerinin ardışık bağımlı (autocorrelation) olmadığı varsayılmaktadır. Ardışık formda ise hata terimleri bir önceki denklemlerdeki hata terimleri ile ardışık bağımlı olmayacak şekilde oluşturur. Burada sonuç değişkenlerin sıralamasına bağlıdır. Değişkenlerin sıralamasının değişmesi VAR denklemlerinin katsayılarını ve hata terimlerini de değiştirir. Yapısal VAR modeli ise değişkenlerdeki eşanlılık sorununu çözmek için iktisadi teoriye başvurur. Yapısal VAR modelleri korelasyonların tesadüfi dağılmasını sağlayan tanımlama varsayımları (identification assumptions) gerektirmektedir. Bu tanımlama varsayımları tüm VAR denklemlerini içerebilir, bu durumda tüm tesadüfi bağlantılar ayrıntılı bir şekilde açıklanmış olur. Tanımlama varsayımları sadece bir denklemi kapsayabilir, bu durumda da sadece bir özel bağlantı tanımlanmış olur (Stock, Watson, 2001, s.102-103).

VAR modeli ile ilgili önemli bir nokta, VAR modeli içerisindeki değişkenlerin durağan olmasının bir gereklilik olup olmadığıdır. Sims (1980) ve Sims v.d. (1990) seriler birim kök içerse dahi farklarının alınmaması gerektiğini önermektedirler. Sims v.d. (1990)'a göre VAR modelinin amacı değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkileri belirlemektir, VAR modeli parametre tahmini yapma amacı taşımaz. Serilerin farklarının alınması ise seriler arasındaki ortak hareketle ilgili (muhtemel eşbütünleşme ilişkilerini) bilgilerimizi yok eder (Enders, 2004, s.270).

4.5. Ekonometrik Uygulamada Kullanılan Veriler İle İlgili Ön Testler

Çalışmamızda Avustralya, İsviçre, Kanada ve Yeni Zelanda ekonomisine ait 1960:1-2007:1 dönemlerini ve İngiltere ekonomisine ait 1960:1-2006:2 dönemlerini kapsayan üçer aylık veriler kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan seriler IFS'ten alınmıştır. Modelde para arzı ve enflasyonun göstergesi olarak ilgili ülkelerin Tüketici Fiyatları Endeksi'nin (TÜFE) yer alması düşünülmüştür.

4.5.1. Birim Kök Testi

Gerek indirgenmiş tek denklem tahmininde, gerekse VAR modellerinin tahmininde karşılaşılan temel sorun, makroekonomik zaman serilerinin zaman içinde durağanlık göstermemesidir. Zaman serilerinin bu özellikleri, tahmin edilecek modelde yer alan değişkenler arasında gerçekte var olmayan ilişkinin elde edilmesine neden olabilir. Bu nedenle, herhangi bir modelin tahmin edilmesinden önce, ilgili

değişkenlerin durağanlığının incelenmesi gerekmektedir. Eğer durağanlık koşulu sağlanmıyorsa, ilgili seriyi durağan hale getirebilecek dönüştürmenin ne olabileceği araştırılmalıdır (Günçavdı ve diğerleri, 2000, s.156). Bu amaçla en yaygın biçimde kullanılan teknik Genişletilmiş (Augmented) Dickey-Fuller (ADF) testidir. Bu çalışmada da değişkenlerin durağanlıkları ADF testi ile test edilmiştir. Pekiştirilmiş Dickey-Fuller testinde üç değişik regresyon kullanılmaktadır (Enders, 2004, s.221-222):

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (\text{Model A})$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (\text{Model B})$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + a_2 t + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad (\text{Model C})$$

Δy 'nin gecikmeli değerleri denkleme, hata teriminde ardışık bağımlılık problemine rastlanmaması için dahil edilmektedir. ADF testinin sağlıklı sonuç verebilmesi için tahmin edilen modelde ardışık bağımlılık probleminin olmaması gerekmektedir. Denklemden "p" olarak ifade edilen gecikme uzunluğu genelde Akaika bilgi kriteri (Akaika information criterion; AIC) veya Schwarz bilgi kriteri (Schwarz information criterion; SIC) kullanılarak belirlenmektedir (Gujarati, 1999, s.615). Bu çalışmada ADF testindeki gecikme uzunluğu SIC kullanılarak belirlenmiştir.

Burada test değişkeni γ parametresidir.

$H_0: \gamma=0$ (birim kök vardır; seri durağan değildir.)

$H_1: \gamma<0$ (birim kök yoktur; seri durağandır.)

γ parametresinin t-istatistiği kritik değerleri standart t tablosuna bakılarak değil Dickey-Fuller tarafından önerilen DF- τ istatistiğine bakılarak değerlendirilmektedir. Analiz sonucunda H_0 'ın reddedilmesi durumunda seri durağan ve I(0) derecede bütünleşmiştir. Farkının alınmasına gerek yoktur. Serinin durağan çıkmaması durumunda ise aynı işlem bu kez serinin farkı alınarak tekrarlanacaktır. Süreç H_0 hipotezi reddedilene kadar devam eder. Burada test değişkeni yine γ 'dir. γ 'nin D-F- τ kritik değerlerine göre istatistiksel olarak anlamlı çıkması durumunda süreç son bulur ve seri I(d) derecede bütünleşmiş kabul edilir (Güvel, 2001, s.52).

Tablo 8. ADF Birim Kök Testi

Ülkeler	Seriler	Seviye	1. Fark
Avustralya	Enflasyon	-1.2830	-6.4695
	Para Arzı	-2.1627	-4.7715
İsviçre	Enflasyon	-3.4429	
	Para Arzı	-2.5931	-4.7815
Kanada	Enflasyon	-2.2701	-3.6214
	Para Arzı	-1.2234	-7.0095
Yeni Zelanda	Enflasyon	-3.4212	
	Para Arzı	-0.6360	-3.9305
İngiltere	Enflasyon	-2.7679	-6.0325
	Para Arzı	-2.3161	-5.3245

Tablo 9. ADF Birim Kök Testi

Ülkeler	Seriler	Seviye	1. Fark
Avustralya	Enflasyon	-2.4301	-3.8621
	Para Arzı	-1.6815	-7.0725
İsviçre	Enflasyon	-2.1077	-3.7085
	Para Arzı	-9.1759	
Kanada	Enflasyon	-3.2981	-8.0325
	Para Arzı	-2.0108	-5.6405
Yeni Zelanda	Enflasyon	-4.8989	
	Para Arzı	-1.0803	-5.5313
İngiltere	Enflasyon	-4.3449	
	Para Arzı	-1.4302	-5.3146

Tablo 8 ve tablo 9, enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası, değişkenlerin durağanlık derecelerini veren birim kök test sonuçlarını göstermektedir. Değişkenler genel olarak birim köke sahiptir ve durağan değildirler. Tablodan da görüleceği gibi, serilerin birinci derece farkları alınarak, durağanlık koşulu sağlanmıştır.

4.5.2. Granger Nedensellik Testi

Granger (1969), nedenselliği şu şekilde tanımlamıştır “Y’nin öngörüsü, X’in geçmiş değerleri kullanıldığında X’in geçmiş değerlerinin kullanılmadığı duruma göre daha başarılı ise X, Y’nin Granger nedenidir”. Bu tanımlamanın doğruluğu test edildikten sonra ilişki $X \rightarrow Y$ şeklinde gösterilir. Bu test ile bir tahmin değil nedensellik çikarsaması yapıldığı için değişkenler önceden durağanlaştırılmalıdır (Granger, 1988, s.554).

İki değişkenli genel VAR modeli,

$$\begin{aligned} X_t &= A(L)X_t + B(L)Y_t + u_{1t} \\ Y_t &= C(L)X_t + D(L)Y_t + u_{2t} \end{aligned} \quad (1)$$

şeklinde ifade edilmektedir. Burada A, B, C ve D parametreleri, L ise gecikme indisini temsil etmektedir.

(1) nolu modelin uygun gecikme yapısı model seçim kriterleri yardımıyla belirlendikten sonra, model parametreleri en küçük kareler yardımıyla tahmin edilir. “Y, X’in Granger nedeni değildir” boş hipotezinin sınanması, X’in bağımlı değişken olduğu denklemde, Y’ye ilişkin parametrelerin birlikte sıfır olduğunun testini gerektirir. Test algoritması “Y, X’in Granger nedeni değildir” boş hipotezinin sınanması ile başlar. Bu sinama için uygulamada F, Olabilirlik oranı ve Wald testleri gibi testler kullanılmaktadır. Ancak, en yaygın kullanım F testinde yoğunlaşmıştır. F testi sonucuna göre boş hipotez kabul edilmezse, B(L) parametreleri istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır anlamı ortaya çıkacaktır (Gökçe, 2002, s.45-46).

(1) nolu denklem seti enflasyon (P) ve para arzı (M) değişkenleri kullanılarak

$$\begin{aligned} M_t &= \sum_{i=1}^n \alpha_i M_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j P_{t-j} + u_{1t} \\ P_t &= \sum_{i=1}^m \lambda_i M_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j P_{t-j} + u_{2t} \end{aligned}$$

uyarlanabilir.

Bu aşamada “Enflasyon, para arzının Granger nedeni değildir” ($H_0: \beta_1=\beta_2=\dots=\beta_n=0$) ve “Para arzı, enflasyonun Granger nedeni değildir” ($H_0: \lambda_1=\lambda_2=\dots=\lambda_m=0$) boş hipotezlerinin doğruluğunun sınanması gerekir.

Birçok ülkede merkez bankalarının bağımsızlığı sorunu, hükümetin politik tercih ve öncelikleri yanında, bireylerin ve kurumların finansal tercih ve önceliklerinin bir bileşimi olarak ortaya çıkmaktadır. Demokratik ortamlarda, bireylerin ve kurumların tercih ve kararları arasındaki farklılıklar, bireysel ve toplumsal refahı doğrudan şekillendirmektedir. Bireysel ve toplumsal tercihlerle, merkez bankasının tercih ve önceliklerinin örtüşüp örtüşmediği ayrı bir değerlendirme konusudur. Sözkonusu ülkelerde bu çerçevede, para arzı ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin merkez bankasının yapısına, kurumsal faktörlere, vs. bağlı olarak değişebileceği öngörülebilecektir. Merkez bankasının enflasyon hedeflemesi sistemine geçmesi, kurumsal yapıda köklü bir değişiklik anlamına gelmektedir. Şöyle ki; enflasyon hedeflemesi sistemine geçilebilmesi için yapılması gerekli olan kurumsal değişimler çalışmanın ikinci bölümünde ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Bu çerçevede M-P arasındaki nedensellik ilişkisinin dönemler arasında değişmesi kurumsal faktörlerin politika belirleme ve başarımlar sürecinde etkili olduğu sonucunu verecektir.

- Avustralya

Avustralya’da, 1993 yılı Nisan ayından itibaren enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaya başlanmıştır. Bu stratejiden önce, bu ülkede, 1976-1985 dönemleri arasında parasal büyüklük olarak M3 kullanılarak, parasal hedefleme stratejisi uygulanmıştır. 1985 yılından 1993 yılına kadar ise, Avustralya Merkez Bankası, belli sayıda ekonomik değişkenin gösterge olarak izlendiği bir yaklaşımı benimsemiştir (checklist approach). Döviz kurları, faiz oranlarının düzeyi, parasal büyüklükler, enflasyon beklentisi ve reel üretim düzeyini içeren izleme listesinde yer alan bu değişkenlerden faiz oranları ve döviz kurları en dikkatle takip edilen büyüklükler olmuştur.

Tablo 10. Granger Nedensellik Testi

Avustralya	Nedenselliğin Yönü	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Enflasyon Hedeflemesi Öncesi	P=>M	0.4399	Kabul
	M=>P	0.0938	Kabul
Enflasyon Hedeflemesi Sonrası	P=>M	0.1738	Kabul
	M=>P	0.9795	Kabul

Tablo 10 incelendiğinde, Avustralya’da, enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrasında, değişkenler arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin olmadığı görülmektedir.

- İsviçre

İsviçre Merkez Bankası, 1960-1998 döneminde para politikası stratejisi olarak, parasal hedefleme stratejisini kullanmış ve Ocak 2000 tarihinde de enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlamıştır.

Tablo 11. Granger Nedensellik Testi

İsviçre	Nedenselliğin Yönü	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Enflasyon Hedeflemesi Öncesi	P=>M	0.0145	Red
	M=>P	0.0050	Red
Enflasyon Hedeflemesi Sonrası	P=>M	0.2781	Kabul
	M=>P	0.7478	Kabul

İsviçre’de, enflasyon hedeflemesi öncesinde, enflasyon-para arzı arasında var olan çift yönlü nedensellik ilişkisi enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasıyla birlikte yok olmaktadır.

- Kanada

Kanada, enflasyon hedeflemesi yaklaşımını dünyada ilk uygulayan ülkelerden birisidir. Kanada Merkez Bankası, 1991 yılı Şubat ayında, bu yaklaşımı uygulayacağını

resmi olarak ilan etmiştir. Bu strateji uygulanmaya başlanmadan önce, 1975-1982 yılları arasında para politikasının ara hedefi olarak M1 kullanılmış, ancak yeni finansal araçların ortaya çıkması sonucunda, ve Kanada'daki finansal kurumlardaki yenilikler nedeniyle 1982 yılında bir ara hedef olarak kullanımına hükümet tarafından son verilmiştir. Kanada Merkez Bankası 1982 yılından itibaren ara hedef olarak daha geniş bir para tanımı olan M2'yi kullanmayı denemiş, fakat benzer şekilde M2'de, Merkez Bankası tarafından tam olarak kontrol edilemediği için uygulanmasından vazgeçilmiştir.

Tablo 12. Granger Nedensellik Testi

Kanada	Nedenselliğin Yönü	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Enflasyon Hedeflemesi Öncesi	P=>M	0.0142	Red
	M=>P	0.4502	Kabul
Enflasyon Hedeflemesi Sonrası	P=>M	0.1515	Kabul
	M=>P	0.1612	Kabul

Kanada'ya baktığımızda, enflasyon hedeflemesi öncesinde fiyatlardan para arzına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi gözlenirken, uygulama sonrasında bu etki ortadan kaybolmaktadır.

- Yeni Zelanda

Enflasyon hedeflemesi politikası çerçevesinde, Yeni Zelanda özel bir konuma sahiptir; çünkü bu yaklaşımı ilan ederek resmi biçimde uygulayan ilk ülkedir. Enflasyon hedeflemesi politikasına geçmeden önceki dönemde, Yeni Zelanda'da uygulanan para politikası zaman zaman enflasyonu düşürmeye, zaman zamanda faiz oranlarını kontrol etmeye yönelik olmak üzere değişiklikler göstermiştir. 1985 yılının Mart ayından itibaren parasal tabanı kontrol etmeye başlayarak, parasal büyüklük hedefleme sistemine geçecek alt yapıyı elde etmiştir. Ancak artan liberalleşme sonucu bu tür bir hedefleme politikasında başarılı olunamamıştır. Daha sonra RBNZ, belli sayıda ekonomik değişkenin gösterge olarak izlendiği bir yaklaşımı benimsemiştir. Bu değişkenler içinde faiz oranları ve döviz kurları daha sıkı takip edilen değişkenler olmuştur.

Tablo 13. Granger Nedensellik Testi

Yeni Zelanda	Nedenselliğin Yönü	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Enflasyon Hedeflemesi Öncesi	P=>M	0.0003	Red
	M=>P	0.3519	Kabul
Enflasyon Hedeflemesi Sonrası	P=>M	0.0535	Kabul
	M=>P	0.0480	Red

Yeni Zelanda’da, hedefleme öncesinde, fiyatlardan para arzına doğru olan tek yönlü nedensellik ilişkisi, hedefleme sonrasında tam tersine dönmektedir.

- İngiltere

İngiltere’de, 1973 yılından itibaren önceleri ilan edilmeden, daha sonrada ilan edilerek M3 para stoku hedeflemesi politikası uygulanmıştır. 1986 yılı sonunda bu politikadan vazgeçilmiştir. Daha sonra Almanya’nın düşük enflasyon oranından yararlanabilmek amacıyla, döviz kuru oranı, 1 Sterlin=3 Mark sabitlenerek, dolaylı bir biçimde de olsa döviz kuru hedeflemesi uygulanmaya çalışılmıştır. 1990 yılı Ekim ayında, bu tarihe kadar uyguladığı politikalarla ekonomide beklediği istikrarı yakalayamadığı için tüm parasal hedefleme politikalarını terk etmiş ve üstü kapalı uyguladığı döviz kuru hedeflemesi yerine de Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasına (ERM) dahil olmuştur. 1992 yılı Eylül ayında meydana gelen döviz krizi nedeniyle hükümet, Avrupa Döviz Kuru Mekanizması’ndan ayrılmak zorunda kalmıştır. Yeni para politikası arayışı çerçevesinde de, Ekim 1992’de enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır.

Tablo 14. Granger Nedensellik Testi

İngiltere	Nedenselliğin Yönü	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Enflasyon Hedeflemesi Öncesi	P=>M	0.9964	Kabul
	M=>P	0.8968	Kabul
Enflasyon Hedeflemesi Sonrası	P=>M	0.9609	Kabul
	M=>P	0.0688	Kabul

İngiltere’de ise, hedefleme öncesinde, iki değişken arasında var olan ilişki yapısının, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasıyla birlikte değişmediği görülmektedir.

4.5.3. Chow Testi

Aynı değişkenlerle farklı dönemlere ilişkin regresyon denklemlerinin eşitliğini test eden uygulamalardan birisi de 1960’larda Gregory C. Chow tarafından geliştirilen Chow testidir.

Chow test yaklaşımıyla uygulamada zaman serilerinin parçalanmış dönemlerinin tüm döneme göre istatistiksel açıdan anlamlı olup olmadıkları ve aynı bağımlı değişkeni sağlayan iki veya daha fazla regresyon denklemlerinde katsayıların eşitliği ile ilgili denemelerde istatistiksel açıdan olumlu sonuçlar alınmaktadır.

Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi rejiminin Avustralya, İngiltere, Kanada, İsviçre ve Yeni Zelanda ekonomilerinde uygulanış tarihi itibarıyla yapısal bir değişmeye neden olup olmadığını Chow testi yardımıyla açıklamaya çalışalım. Yaptığımız analiz sonucunda F’nin olasılık değeri 0.05’ten küçükse, yapısal kararlılık önsavını yani boş hipotezi reddederiz.

Tablo 15. Chow Testi

Ülkeler	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Avustralya	0.0000	Red
İsviçre	0.0300	Red
Kanada	0.1100	Kabul
Yeni Zelanda	0.0000	Red
İngiltere	0.0700	Kabul

Yapısal değişim test sonuçlarına baktığımızda, bunların, Granger nedensellik test sonuçları ile pek tutarlı olmadığını görüyoruz. Örneğin, Avustralya’da hedefleme öncesi ve sonrası, M-P arasında herhangi bir ilişki bulunamamışken, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasıyla birlikte ülke ekonomisinde istatistiksel açıdan oldukça

önemli yapısal bir değişiklik olduğu gözlenmiştir. Bu tutarsızlık bize, kurumsal faktörlerin politika başarımlarında ne denli etkili olduğunu göstermektedir.

4.6. GSYİH-Para Arzı Arasındaki Nedensellik İlişkisi

Para arzı-reel çıktı ilişkisine bakış biçiminde iktisat kuramları arasında bir uzlaşmadan söz etmek zordur. Klasik gelenekte para çoğunlukla bir simge veya ölçü birimi olarak görülmektedir. Çıktı ve istihdam gibi reel ekonomik değişkenlerin bütünüyle reel faktörler tarafından belirlendiği bu gelenekte, ekonominin reel yanı para arzındaki değişimlerden bağımsız olarak düşünülmektedir. Bundan dolayı, bu düşünce geleneğinde parasal sektör reel sektörü etkilememekte ve paranın yansızlığı açık bir şekilde savunulmaktadır (Savaş, 1998, s.181-190).

Klasik geleneğe karşılık Keynesgil gelenekte, para iktisadi değişkenlerin analizinde pasif bir değişken olarak görülmemektedir. Aksine, para reel kesimi etkilemekte, üretim ve istihdam hacmi gibi reel değişkenlerin belirlenmesinde temel değişken olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla, bu görüşte parasal kesim ve reel kesim ayırımına yer verilmemektedir (Savaş, 1998, s.191-198).

Bu bağlamda, bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin uygulanmasıyla birlikte, GSYİH-para arzı arasında bir ilişki olup olmadığını saptayabilmek için, enflasyon-para arzı ilişkisini araştırırken kullandığımız yöntemlere başvuracağız. Ancak veri yetersizliği nedeniyle, burada yaptığımız analiz sadece üç ülkeyi kapsamaktadır. Çalışmada, Avustralya için 1960:1-2006:3, Kanada için 1960:1-2006:4 ve İngiltere için 1960:1-2006:2 dönemlerini kapsayan üçer aylık veriler kullanılmıştır.

Tablo 16. ADF Birim Kök Testi

Ülkeler	Seriler	Seviye	1. Fark
Avustralya	GSYİH	-1.8756	-3.9039
	Para Arzı	-2.1627	-4.7715
Kanada	GSYİH	-0.0736	-4.4272
	Para Arzı	-1.2234	-7.0095
İngiltere	GSYİH	-1.5456	-3.3871
	Para Arzı	-2.3161	-5.3245

Tablo 17. ADF Birim Kök Testi

Ülkeler	Seriler	Seviye	1. Fark
Avustralya	GSYİH	-0.8954	-5.4611
	Para Arzı	-2.5165	-7.4086
Kanada	GSYİH	-3.0807	-4.2613
	Para Arzı	-1.9880	-5.5919
İngiltere	GSYİH	-1.3551	-5.5073
	Para Arzı	-1.4302	-5.3146

Tablo 16 ve tablo 17, enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası, değişkenlerin durağanlık derecelerini veren birim kök test sonuçlarını göstermektedir. Değişkenlerin hepsi birim köke sahiptir ve durağan değildirler. Tablodan da görüleceği gibi, değişkenleri ekonometrik analize uygun hale getirmek için, serilerin birinci derece farkları alınarak, durağanlık koşulu sağlanmıştır

Tablo 18, 19 ve 20 sırasıyla Avustralya, Kanada ve İngiltere için enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası dönemlerine ait, iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisini göstermektedir.

Tablo 18. Granger Nedensellik Testi

Avustralya	Nedenselliğin Yönü	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Enflasyon Hedeflemesi Öncesi	GSYİH=>M	0.0206	Red
	M=>GSYİH	0.5027	Kabul
Enflasyon Hedeflemesi Sonrası	GSYİH=>M	0.7738	Kabul
	M=>GSYİH	0.9175	Kabul

Avustralya'da, hedefleme öncesinde var olan GSYİH'nın para arzı üzerindeki etkisi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlanmasıyla birlikte kaybolmaktadır.

Tablo 19. Granger Nedensellik Testi

Kanada	Nedenselliğin Yönü	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Enflasyon Hedeflemesi Öncesi	GSYİH=>M	0.0178	Red
	M=>GSYİH	0.6430	Kabul
Enflasyon Hedeflemesi Sonrası	GSYİH=>M	0.0011	Red
	M=>GSYİH	0.0317	Red

Kanada'ya baktığımızda, enflasyon hedeflemesi öncesinde para arzı GSYİH üzerinde herhangi bir etkiye sahip değilken, uygulama sonrasında GSYİH-M arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

Tablo 20. Granger Nedensellik Testi

İngiltere	Nedenselliğin Yönü	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Enflasyon Hedeflemesi Öncesi	GSYİH=>M	0.2712	Kabul
	M=>GSYİH	0.4751	Kabul
Enflasyon Hedeflemesi Sonrası	GSYİH=>M	0.1999	Kabul
	M=>GSYİH	0.3121	Kabul

İngiltere için yapılan test sonuçları ise bize, enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrasında, bu iki değişken arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını göstermektedir.

Tablo 21, bu iki değişkenin kullanılması neticesinde, enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla birlikte, Avustralya, Kanada, ve İngiltere ekonomilerinde herhangi bir yapısal değişimin olup olmadığını ifade eden Chow testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 21. Chow Testi

Ülkeler	Olasılık Değeri	Boş Hipotez
Avustralya	0.0000	Red
Kanada	0.0900	Kabul
İngiltere	0.0300	Red

Fiyatlarda meydana gelen bir değişmenin GSYİH'yı etkilememesi durumunda, enflasyon hedeflemesinin başarısından söz edebileceğimizi daha önce ifade etmiştik. Chow testi sonuçlarına baktığımızda, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasıyla birlikte Avustralya ve İngiltere ekonomilerinde önemli yapısal değişmelerin olduğunu, Kanada ekonomisinde ise herhangi bir değişmenin olmadığını görmekteyiz. Halbuki, Avustralya ve İngiltere'de, hedefleme öncesi ve sonrasında, GSYİH-M arasındaki ilişkinin yapısında bir değişiklik görülmemektedir. Oysa, her iki ülkede de, uygulamayla birlikte önemli yapısal değişmelerin olduğunu görüyoruz. Sonuçlar arasındaki tutarsızlık, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısında kurumsal faktörlerin önemini bir kez daha ortaya koymaktadır.

SONUÇ

Geleneksel çalışmalara göre, enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur ve sadece para miktarı artışının hasıladaki artıştan daha hızlı olmasıyla ortaya çıkabilir. Bununla birlikte, çoğu ülke deneyimi, para otoritelerinin para arzında aşırı genişlemeye izin verme yönünde bir eğilim sergilediklerini göstermiştir. Para otoritelerinin sergiledikleri bu eğilime yön veren güdülerin anlaşılması ve politika önerilerinin bu çerçevede geliştirilmesi çabası ise, modern para politikası çalışmalarını geleneksel olanlardan farklılaştıran bir niteliktir. Şöyle ki, modern çalışmalarda, para arzı ile enflasyon arasındaki değişimler, para otoriteleri ile özel sektör ajanları arasındaki, stratejik ve enformasyonel etkileşimler çerçevesinde ele alınmaktadır. Bu çalışmalar, hangi tür güdüler üzerinde yoğunlaştıkları itibarıyla iki ana grupta sınıflandırılabilir: Politika yapma sürecinin ardışık doğasına yoğunlaşan çalışmalar, yani zaman tutarsızlığı problemi ve politika yapma sürecinin siyasal doğasına yoğunlaşan çalışmalar, yani politik iş çevrimleri. Çalışmaların ortak noktası ise güvenilirlik probleminin vurgulanması ve güvenilirliğin etkili bir para politikası stratejisinin vazgeçilmez bir koşulu olduğunun ileri sürülmesidir. Söz konusu güvenilirlik probleminin ortadan kaldırılmasına veya doğmasını engellemeye yönelik politika önerisi ise şu şekildedir: Genel olarak iktisat politikalarının, özel olarak da para politikalarının karar alma ve uygulama prosedürlerinin oluşturulduğu kurumsal çerçevede, politika yapıcılarının enflasyonist güdülerini engelleyecek düzenlemelere yer verilmesi gereklidir.

Enflasyonist güdülerini engellemeye ve dolayısıyla güvenilirliği sağlamaya yönelik düzenlemeler çerçevesinde ise, merkez bankasının bağımsızlığı, ön taahhütte bulunma, güdülerle uyumlu (incentive-compatible) sözleşmeler, asil- vekil (principal-agent) ilişkileri, şeffaflık ve hesap verme, maliye politikalarının disiplini ve idari düzenlemeler (regulatory design) gibi, kurumsal düzenlemelerin gerekliliğine işaret edilmektedir.

Para politikası ülkelerin ekonomisinde çok önemli bir yere sahiptir. Güvenilirlik ise para politikasının en önemli unsurudur. Güvenilirliğin yüksek düzeyde varlığı ve bunun uzun süreli korunması para politikasının etkinliğini önemli ölçüde artırır. Çünkü enflasyonun önlenmesi para politikasının kamuoyu tarafından güvenilir bulunmasına yakından bağlıdır. Güvenilirlik sağlandığı ölçüde de enflasyon bekleyişleri kırılır. Buna

göre, güvenilirlik, istenilen sonuçların alınmasında anahtar rol oynamaktadır. Uygulanacak para politikasının güvenilirlik unsuru taşıması gerekli olmasına karşın, bunu kısa zamanda sağlamak pek kolay değildir. Aksine güvenilirlik, hem etki hem de sonuç bakımından zamana bağlıdır.

Zaman tutarsızlığı probleminin yarattığı enflasyonist eğilimin ortadan kaldırılabilmesi için, daha basit bir ifadeyle güvenilirliği sağlamak için, önceden ilan edilen kurallara göre yürütülen bir para politikası stratejisine gereksinim olduğu konusunda ekonomi çevrelerinde bir görüş birliği oluşmuştur.

Bütün para politikası stratejilerinin temel amacı, enflasyonu düşürmek ve kontrol altına almaktır. Diğer bir ifade ile, fiyat istikrarını kalıcı hale getirmektir. Ne var ki, gerek döviz kuru hedeflemesi stratejisi gerekse parasal hedefleme stratejisi, istenilen sonuçları sağlayamamıştır. Söz konusu stratejilerin en önemli eksikliği, para politikasının güvenilirliğini sağlaylaştıracak kurumsal alt yapının oluşturulması konusunda yetersiz kalmalarıdır.

Politika uygulamalarının ve politika yapıcılarının güvenilirliğinin artırılması, fiyat istikrarı hedefine ulaşılması ve enflasyonist eğilimlerin kalıcı bir şekilde baskılanması açısından son derece önemlidir. Çünkü güvenilirlik, politika uygulamalarına ilişkin keyfilik kuşkusunu azaltarak, beklentilerin fiyat istikrarı hedefi ile çelişmeyecek şekilde oluşmasına katkı sağlar. Şeffaf politikalar uygulayarak politika yapıcılarının sorumluluk düzeyinin artırılması, parasal otoriteye istediği parasal aracı seçerek uygulama olanağının sağlanması, para politikası için açık, anlaşılır ve esnek bir kuralın belirlenmesi, güvenilirliğin tesisi açısından olmazsa olmaz koşullardır. Söz konusu koşulların yerine getirilmesi açısından enflasyon hedeflemesi stratejisinin görece olarak daha başarılı olması, bu stratejinin etkinlik düzeyini artıran en önemli faktördür.

Literatürde, detaylarında farklılık görülen bir çok tanım bulunmakla beraber enflasyon hedeflemesi rejimi, en genel anlamda, merkez bankalarının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefine ya da hedef aralığına dayandırıldığı ve bunun kamuoyuna açıklandığı bir para politikası uygulaması olarak tanımlanabilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin 1990 yılında Yeni Zelanda ve Şili’de, 1991’de Kanada’da ve 1992’de İngiltere’de uygulanmaya başlanmasıyla birlikte olumlu ciddi sonuçların alınması neticesinde gerek kamuoyunun gerekse akademik çevrelerin konuya ilgisi artmış ve bu stratejinin gelişmiş ülkelerin yanısıra bir çok gelişmekte olan ülke tarafından da benimsenmesi gündeme gelmiştir.

Gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamasında çok büyük zorluklarla karşılaşılmamıştır. Bunun nedenleri birkaç başlık altında toplayabiliriz: a) Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranı, uygulamaya geçmeden önce de yüzde 10 gibi nispeten düşük seviyelerdedir. Dolayısıyla, enflasyon oranında çok büyük düşüşler için söz verilmesi gerekmediğinden programın güvenilirliğinin sağlanması gelişmekte olan ülkelere göre daha kolay olmaktadır, b) merkez bankaları bu ülkelerde gelişmekte olan ülkelere göre kamu finansmanını sınırlandırmada, para politikalarını belirlemede ve uygulamada daha bağımsız davranabilmektedir, c) gelişmiş ülkelerde mali sistemde yapısal sorunlar bulunmamakta; ekonomide görülen sorunlar çoğunlukla geçici nitelik taşıdığından çözümleri için uygulanan politikalar, mali sistemlerinde yapısal sorun taşıyan gelişmekte olan ülkelere göre daha etkili olmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamalarının ortak özellikleri şu şekilde sıralanabilir: a) Gelişmiş ülkelerde enflasyon hedefleri bir ya da iki yıllık bir dönem için belirlenmiştir ve hedeflenen enflasyon oranlarından sapmalar olduğu takdirde bunların nasıl telafi edileceği açık olarak belirtilmiştir, b) enflasyon hedeflemesinin uygulandığı bu ülkelerin enflasyon oranları arzulanan oranların bile altına düşürülebilmıştır, c) hedef enflasyon oranlarının belirlenmesinde kesin değerler yerine bant aralığı tercih edilmiştir, d) enflasyon hedeflerinin belirlenmesinde TÜFE baz alınmıştır, e) fiyat seviyesi yerine enflasyon hedeflemesi tercih edilmiştir, f) fiyat istikrarı hedeflendiğinden para politikasının güvenilirliği zaman içinde artmıştır, g) merkez bankalarının para politikası raporları daha şeffaf ve anlaşılır hale gelmiştir.

Merkez bankaları genel olarak para ve kredi sisteminin kontrolünden sorumludurlar. Hükümetlerin ekonomi sürecinde sahip oldukları önemli bir enstrüman olarak ele alınsalar da, söz konusu kurumların statüsü geleneksel olarak bağımsızlık konusunu gündeme getirmektedir. Merkez bankalarının bağımsızlığı, ülkenin

demokratik yapısına, ekonomik koşullarına ve ekonomi yönetiminin karar ve eylemlerini şekillendiren ekonomik politikaların özelliğine bağlıdır. Temel ekonomik hedeflere ulaşmada etkin bir şekilde kullanılması düşünülen merkez bankaları, son dönemlerde enflasyon hedeflemesinin başarılmasında en önemli araç olarak görülmektedir.

Çalışmamızda, bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını ve bu başarıda merkez bankası bağımsızlığı başta olmak üzere kurumsal faktörlerin etkin bir rol üstlenip üstlenmediklerini tespit edebilmek için enflasyon-para arzı ve GSYİH-para arzı arasında herhangi bir ilişki olup olmadığını ve eğer herhangi bir ilişki söz konusu ise bu ilişkinin yönünü belirleyebilmek amacıyla çeşitli ekonometrik testler yapılmıştır. Yapılan bu testler, “fiyatların para arzını etkilediği ve fiyatların değişmesinin GSYİH’ı etkilemediği” şeklinde bir sonuç verirse enflasyon hedeflemesi politikasının başarısından söz edebiliriz.

Uygulama sonuçları oldukça heterojen bir yapı sergilemektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasından sonra Avustralya, İsviçre, Kanada, Yeni Zelanda ve İngiltere’de P-M arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmazken, bu stratejinin uygulanmasıyla birlikte Avustralya, İsviçre ve Yeni Zelanda ekonomilerinde önemli yapısal değişmeler olduğu, buna karşılık Kanada ve İngiltere ekonomilerinde herhangi bir yapısal değişimin olmadığı görülmektedir. Bilindiği gibi Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesi politikalarını ilan ederek resmi biçimde uygulayan ilk ülkedir. Diğer yandan bu politikada başarılı olunabilmesi için gereken kurumsal düzenlemeleri kanunla gerçekleştirmiş olması açısından da bir ayrıcalık sergilemektedir. Diğer ülkelerin aksine, Yeni Zelanda fiyat istikrarını zımni olarak ön planda tutan bir dönemin ardından enflasyonun hedeflendiği döneme geçmeden önce bu politikaların uygulanmasını ve bunda başarılı olunmasını garanti altına alabilmek amacıyla kurumsal düzenlemeleri kanunlarla yapmış ve ancak bu şekilde enflasyon hedeflemesi politikasına açık biçimde başlamıştır. Yeni Zelanda ekonomisi için yapılan test sonuçlarını dikkatlice inceleyecek olursak; bu ülkede hedefleme öncesinde, fiyatlardan para arzına doğru olan tek yönlü nedensellik ilişkisi, hedefleme sonrasında tam tersine dönmektedir. Buna rağmen, enflasyon hedeflemesinin uygulanmasıyla birlikte ülke ekonomisinde ciddi bir yapısal değişim olduğu görülmektedir. Bu çelişkili sonuçlar,

kurumsal yapının enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısına pozitif bir etkide bulunduğunu destekler niteliktedir. GSYİH ve para arzı değişkenleri baz alınarak yapılan uygulama sonuçları da tutarsızlık göstermektedir. Örneğin Avustralya ve İngiltere’de, enflasyon hedeflemesi uygulaması öncesi ve sonrasında, GSYİH-M ilişkisinin yapısında herhangi bir değişiklik olmazken, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması neticesinde bu ülke ekonomilerinde önemli yapısal değişimler meydana gelmiştir. Bu çelişkili sonuçlara rağmen, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasıyla birlikte, bu ülkelerde enflasyon oranlarının düştüğü gözlemlenmiş ve ayrıca bu stratejinin ekonomik performansı olumsuz etkilediğine dair herhangi bir kanıt da bulunamamıştır.

Ancak önemle belirtmek gerekir ki, enflasyon ile mücadelede hiçbir para politikası stratejisi tek başına sihirli bir çözüm değildir. Bazı Latin Amerika ülkelerinin deneyimlerini inceleyen Mishkin ve Savastano (2002) tarafından da ifade edildiği gibi, düşük enflasyon oranlarının kalıcı bir şekilde sürdürülmesinde öncelikli sorumluluk siyasal iktidarlara aittir. Bu anlamda başta sağlam mali yapı olmak üzere istikrarlı bir kurumsal ortam oluşturulmadıkça, para politikası stratejisinin başarısı olanaksızdır. Bu bağlamda, bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisi de her derde deva değildir. Diğer politikalarda olduğu gibi, bu politika için gerekli altyapı şartlarının oluşturulması da kararlılık, sabır, güvenilirlik ve dirayet istemektedir. Netice olarak, bu yaklaşımın başarı ile uygulanabilmesi; enflasyon hedeflemesini yürütecek para otoritesinin (Merkez Bankası) her türlü politik baskıdan uzak bağımsız bir yapıya kavuşturulması, mali piyasaların yasal ve kurumsal açıdan güçlü olması, mali derinliğe sahip olmaları, mali üstünlük düzeyinin (kamu sektörünün ekonomi üzerindeki yoğunluğu) mümkün olan en alt düzeye indirilmesi, kamunun merkez bankası kaynaklarına başvurmasının önlenmesi, yeterli şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanmış olması, enflasyonun tek haneli rakamlara veya en az %25 düzeylerine inmiş olması, enflasyon başlangıç noktası olarak hangi fiyat endeksinin (TEFE, TÜFE, Çekirdek enflasyon) kullanılacağına bilimsel analiz ve yöntemlerle tespit edilmesi, gibi faktörlerin hayata geçirilmesine bağlıdır.

Enflasyon hedeflemesinin özellikle gelişmiş ülkelerde başarıya ulaşmasında şeffaflığa büyük önem verilmesi ve kamuoyuyla iletişim kurulması önemli olmuştur. Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik güçlü ve kurumsal bir sorumluluk enflasyon

hedeflemesi stratejisinin başarısı için en önemli unsurlardan birisidir. Bu durum, politik baskıların olmadığı ve tam bağımsız bir merkez bankasının varlığına işaret etmektedir.

KAYNAKÇA

- Akerlof, G., W. Dickens, G. Perry (1996), "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, p.1-59
- Aktan, C.C, U. Utkulu, S. Togay (1998), "Nasıl Bir Para Sistemi", *IMKB Yayını*, İstanbul, Erişim: <http://www.ceterisparibus.net/makro.htm> (10.07.2004).
- Akyazı, H. (2004), *Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Alesina, A. (1989), "Politics and Business Cycles in Industrial Democracies", *Economic Policy*, Vol. 89/8.
- Alesina, A., R. Gatti (1995), "Independent Central Banks: Low Inflation At No Cost?", *The American Economic Review*, Vol. 85, Issue 2, p. 196-200.
- Alesina, A., L.H. Summers (1993), "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comperative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, May, Issue 2, p. 151-162.
- Alparslan, M., P. A. Erdönmez (2000), "Enflasyon Hedeflemesi ve Ülke Deneyimleri", *Bankacılık ve Araştırma Grubu, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, 35, 14-41.
- Alper, A.M. (2003), "Enflasyon Hedeflemesi: Teori, Politika ve Uygulama", *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Arın, T. (1988), "Keynesçi Akımlar; Keynesçiliğin Krizi ve İç Tartışmaları", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt: 45, Sayı 1-4, İstanbul.

- Bade, R., M. Parkin (1998), "Central Bank Laws and Monetary Policy", *Working Paper*, Department of Economics, University of Western Ontario.
- Backus, D., J. Driffill (1985a), "Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime", *Review of Economic Studies*, Vol. 52, Issue 2, p. 211-222.
- Backus, D., J. Driffill (1985b), "Inflation and Reputation", *The American Economic Review*, Vol. 75, Issue 3, p. 530-538.
- Barro, R.J., D.B. Gordon (1983a), "Rules, Discretion, and Reputation in A Model of Monetary Policy", *NBER Working Paper Series*, No. 1079, p. 1-33.
- Barro, R.J., D.B. Gordon (1983b), "A Positive Theory of Monetary Policy in A Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, Vol. 12, p. 101-121.
- Benhard, W. (1998), "A Political Explanation of Variations in Central Bank Independence", *The American Political Science Review*, Vol. 92, No. 2, June, p. 311-327.
- Benhard, W., J.L. Broz, W.R. Clark (2002), "The Political Economy of Monetary Institutions", *Muse Project International Organization*, 56, 4, Autumn, p. 693-723.
- Bernanke, S.B., F.S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, Issue 2, p. 97-117.
- Bernanke, S.B., T. Laubach, F.S. Mishkin, A.S. Posen (1999), "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", *Working Paper*, Princeton: Princeton University.

- Berument, H., B. Neyaptı (1999), "Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?", *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl 14, Sayı 165, Aralık, s. 11-17.
- Blackburn, K., M. Christensen (1989), "Monetary Policy and Policy Credibility", *The Journal of Economic Literature*, Vol. XXVII.
- Bleaney, M. (1996), "Central Bank Independence, Wage Bargaining Structure, and Macroeconomic Performance in OECD Countries", *Oxford Economic Papers*, 48, p. 20-28.
- Blinder, A. S. (1999), "Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Built It?" *NBER Working Papers Series*, No. 7161.
- Borrero, A.M. (2001), "On The Long and Short of Central Bank Independence, Policy Coordination, and Economic Performance", *IMF Working Paper*, February, No.19.
- Brash, D. T., (1998), "Inflation Targeting In New Zealand: Experience and Practise", *Institute for International Economic Studies*, S-106 91, Stocholm.
- Brash, D. T. (2002), "Inflation Targeting: New Zealand's Experience Over 14 Years", *North American Journal of Economic and Finance* 13, p. 99-112.
- Brimmer, A.F. (2002), "Central Banks and Inflation Targeting in Perspective", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, p. 93-97.
- Brumm, H.J., R.S. Krashevski (2003), "The Sacrifice Ratio and Central Bank Independence Revisited", *Open Economic Review*, Vol. 14, Issue 2, p. 157-168.
- Büyükakın, T. (2003), "Enflasyonist Güdüler ve Güvenilirlik Problemi", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6, 2003/2: 11-24.

- Canzoneri, M.B. (1985), "Monetary Policy Games and the Role of Private Information", *The American Economic Review*, Vol. 75, Issue 5, p. 1056-1070.
- Carare, A., A. Schaechter, M. Stone, M. Zelmer (2002), "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", *IMF Working Paper*, 2002/102, p. 1-38.
- Castello-Branco, M., M. Swisburne (1992), "Central Bank Independence", (Çev: H. Şen), Erişim www.ceterisparibus.net, <http://www.ceterisparibus.net/arsiv/h-sen11.pdf> (09.12.2004).
- Cecchetti, S.G. (1998), "Policy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problem", *FRBNY Economic Policy Review*, June, p. 1-14.
- Chang, R. (1998), "Policy Credibility and the Design of Central Banks", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, p. 4-15.
- Coast, W. (1999), "Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of Czech Republic", *Czech National Bank and Monetary and Exchange Rate Affairs Department of the IMF*.
- Croce, E., S.M. Khan (2000), "Monetary Regimes and Inflation Targeting", *Finance&Development*, September, p. 48-51.
- Crosby, M. (1998), "Central Bank Independence and Output Variability", *Economic Letters*, Vol. 60, p. 67-75.
- Cukierman, A. (1986), "Central Bank Behavior and Credibility: Some Recent Theoretical Developments", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, Vol. 68.
- Cukierman, A. (1992), *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, The MIT Press.

- Cukierman, A. (1994), "Central Bank Independence and Monetary Control", *The Economic Journal*, Vol. 104, No. 427, November, p. 1437-1448.
- Cukierman, A. (1996), "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe", *Center for Economic Research Discussion Paper*, No. 32.
- Cukierman, A. (2005), "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present and Future", *The Annual Meeting of the Chilean Economic Society*, September 29/30, Vina del Mar, Chile.
- Cukierman, A., G.P. Miller, B. Neyaptı (2002), "Central Bank Reform, Liberalization and Inflation in Transition Economies: An International Perspective", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, p. 237-264.
- Cukierman, A., P. Kalaitzidakis, L.H. Summers, and S.B. Webb (1993), "Central Bank Independence, Growth, Investment and Real Rates", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 29, p. 95-140.
- Cukierman, A., S.B. Webb, and B. Neyaptı (1992), "Measuring the Independence and Its Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, Vol. 6, No. 3, September, p. 353-398.
- Çiçek, M. (2002), "Enflasyon Hedeflemesi", *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- De Long, J.B., L.H. Summers (1992), "Macroeconomic Policy and Long-Run Growth", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Fourth Quarter, p. 5-29.
- Debelle, G. (2000), "The Viability of Inflation Targeting for Emerging Market Economies", *Reserve Bank of Australia Economic Analysis Department*, p. 1-25.

- Devine, M., D. McCoy (1998), "The Formulation of Monetary Policy in EMU", *Central Bank of Ireland*.
- Dodge, D. (2002), "Inflation Targeting in Canada: Experience and Lessons", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, p. 113-124.
- Dornbusch, R., S. Fischer (1998), *Makroekonomi, Çevirenler; Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım*, McGraw Hill – Akademi Ortak Yayını, İstanbul, Mart 1998.
- Duman, A. (2002), "Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries", *The Central Bank of the Republic Turkey Research Department*, Working Paper, No. 7, June, p. 1-27.
- Eijffinger, S.C.W., J. De Haan (1996), "The Political Economy of Central Bank Independence", *Special Papers in International Economics*, No. 19, p. 1-77.
- Eijffinger, S.C.W., M. Hoeberichts, and E. Schaling (1998), "A Theory of Central Bank Accountability", *CEPR Discussion Paper*, No. 2354.
- Eijffinger, S.C.W., M. Van Rooji, and E. Schaling (1994), "Central Bank Independence: A Paneldata Approach", *Center Discussion Paper Series*, No. 9493, Tilburg University.
- Enders, W. (2004), *Applies Econometric Time Series* (Second Edition), Danvers:Wiley.
- Erdoğan, F. (1997), "Para Politikası Teorisinde Yeni Gelişmeler", *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt. 15, Sayı 1, s. 1-51.

- Erdoğan, S. (2005), "Alternatif Para Politikaları Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9, 2005/1, s. 34-54.
- Feldstein, M. (1997), "Capital Income Taxes and the Benefits of Price Stability", *NBER Working Paper Series*, No. 6200.
- Fischer, A.M. (1993), "Inflation Targeting: The New Zealand and Canadian Cases", *Cato Journal*, Vol. 13, No. 1, Spring/Summer, p. 1-27.
- Fischer, S. (1994), "Modern Central Banking", *The Future of Central Banking*, F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt (eds), Cambridge, Mass: Cambridge University.
- Fischer, S. (1995), "Dynamic Inconsistency, Cooperation, and the Benevolent Dissembling Government", (in) *Monetary and Fiscal Policy*, Vol. 1, Ed by T. Persson and G. Tabellini, 2nd Ed., London, the MIT Press, p. 57-72.
- Fischer, S. (1995), "Central Bank Independence Revisited", *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 2, January 6-8, p. 201-206.
- Fischer, S. (1996), "Maintaining Price Stability", *Finance&Development*, December, p. 34-37.
- Flood, R.P., P. Isard (1989), "Monetary Policy Strategies", *IMF Staff Papers*, Vol. 36, No. 3.
- Friedman, B.M. (2002), "The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility, and Transparency", *NBER Working Paper Series*, No. 8972.

- Fuhrer, J.C. (1997), "Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium?", *New England Economic Review*, January/February, p. 19-36.
- Garfinkel, M.R., S. Oh (1993), "Strategic Discipline in Monetary Policy with Private Information: Optimal Targeting Horizons", *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 1, p. 99-117.
- Garfinkel, M.R., A. Glazer (1994), "Does Electoral Uncertainty Cause Economic Fluctuations?", *The American Economic Review*, Vol. 84, No. 2, May.
- Gökbudak, 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*, Discussing Paper, No. 9610, March, p. 1-46.
- Gökçe, A. (2002), "İMKB’de Fiyat-Hacim İlişkisi: Granger Nedensellik Testi", *G.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3/2002, 43-48.
- Greene, W.H. (2003), *Econometric Analysis*, Prentice Hall, New Jersey.
- Grilli, V., D. Masciandaro, and G. Tabellini (1991), "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, Vol. 13, October, p. 341-392.
- Gujarati, N.D. (2001), *Temel Ekonometri*, Çev: Şenesen, Ü. Ve Şenesen, G.G., Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Günçavdı, Ö., H. Levent, B. Ülengin (2000), "Yüksek ve Değişken Enflasyonun Tahmininde Alternatif Modellerin Karşılaştırılması: Türkiye Örneği", *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 27(1-2), 149-171.

- Günsoy, B. (2001), "Hukuksal Yapı ve İktisadi Başarı:TCMB Örneği", *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:23-24.
- Güvel, E.A. (2001), "Senyoraj: Teori ve Türkiye'de Senyorajın Açıklayıcıları Üzerine Bir İnceleme", *Dış Ticaret Dergisi*, 21, 2001, 32-65.
- Hafız, A.A. (1998), "Central Bank Independence and Growth: A Sensitivity Anaylsis", *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 31, No. 2, May, p. 303-317.
- Hall, R.E., N.G. Mankiw (1994), "Nominal Income Targeting", *Monetary Policy*, Chicago: University of Chicago Press for the NBER.
- International Monetary Fund (1996), *World Economic Outlook*, Washington D.C.
- Ismihan, M. and G.F. Ozkan (2003), "Does Central Bank Independence Lower Inflation?", *Economic Letters*, Vol. 84, Issue 3, p. 1-9.
- Issing, O. (2006), "Central Bank Independence: Economic and Political Dimensions", *National Institute Economic Review*, No. 196, p. 66-76.
- Junggun, O. (2000), "Inflation Targeting: A New Monetary Policy Framework in Korea", *The Bank of Korea*.
- Kadıoğlu, F., N. Özdemir, G. Yılmaz (2000), "Inflation Targeting in Developing Countries", *T.C. Merkez Bankası Discussion Paper*, No. 2000/6, Ankara.
- Kahn, G., K. Parrish (1998), "Conducting Monetary Policy with Inflation Targets", *Federal Bank of Kansas City*, Erişim: www.kc.frb.org.
- Karasoy, A., M. Saygılı, C. Yalçın (1998), "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri", *T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, No. 9801, Ankara.

- Kaykusuz, M. (2004), “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”,
Erişim: www.ceterisparibus.net,
http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m_kaykusuz3.doc (03.05.2005).
- Kesriyeli, M. (1997), “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, *T.C. Merkez Bankası Tartışma Tebliği*, No. 9704, Ankara.
- Keyder, N. (2003), *Para: Teori, Politika, Uygulama*, Bizim Büro Basımevi, Ankara.
- Kişmer, F., H. Wagner (1998), “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: A Survey of the Evidence”, *Discussionsbeitrag*, No. 255, p. 1-53.
- King, M. (1997), “Change in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 39, p. 81-97.
- King, M. (1999), “The Inflation Target Five Years On”, *Bank of England*, October, p. 1-26, Erişim: <http://www.bankofengland.co.uk/speeches/-speech09.pdf>.
- Kooi, J.W., J. De Haan (2000), “Does Central Bank Independence Really Matter ? New Evidence for Developing Countries Using A New Indicator”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, Issue 4, April, p. 643-664.
- Kuttner, K.N., A.S. Posen (1999), “Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behavior”, *Institute for International Economics*.
- Kydland, F.E., E.C. Prescott (1977), “Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, p. 473-492.
- Loayza, N., S. Raimundo (2002), “Inflation Targeting: An Overview”, *Series on Central Banking, Analysis, and Economic Policies*, Vol. V, p. 1-21, Erişim:

http://www.bcentral.cl/eng/stdpub/studies/centralbanking/pdf-/001_022Intro.pdf
(02.01.2005).

Lohmann, S. (1992), "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility", *The American Economic Review*, Vol. 82, No. 1, p. 273-286.

Malatyalı, N.K. (1998), "*Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*", Devlet Planlama Teşkilatı, Yıllık Programlar ve Konjunktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları.

Masson, P.R., M.A. Savastano, S. Sharma (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", *IMF Working Paper*, No. 97/130, Washington, DC.

Masson, P.R., M.A. Savastano, S. Sharma (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Development Countries", *IMF Working Paper*, October, No. 97/130, p. 1-53.

Maxwell, J.F. (1998), "Assessing Central Bank Independence in Developing Countries: Do Actions Speak Louder Than Words?", *Oxford Economic Papers*, Vol. 50, Issue 3, p. 512-529.

McCallum, B.T. (1995), "Two Fallacies Concerning Central Bank Independence", *NBER Working Paper Series*, No. 5075, p. 1-13.

McCallum, B.T. (1996), "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General", *NBER Working Paper Series*, No. 5579, p. 1-36.

Meyer, L.H. (2001), "Inflation Targets and Inflation Targeting", *North American Journal of Economic and Finance*, Vol. 13, p. 147-162.

- Minford, P. (1995), "Time Inconsistency, Democracy, and Optimal Contingent Rules", *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol. 47, No. 2, April, p. 195-210.
- Mishkin, F.S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", *NBER Working Paper Series*, No. 6965, p. 1-46
- Mishkin, F.S. (2000a), "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from Industrialized Countries", *Stabilization and Monetary Policy: The International Experience*, Mexico City: Bank of Mexico.
- Mishkin, F.S. (2000b), "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", *The American Economic Reviews*, Vol. 9, No. 2, p. 105-109.
- Mishkin, F.S. (2001), "Inflation Targeting", *Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research*.
- Mishkin, F.S. (2004), "Why The Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting", January, Columbia University.
- Mishkin, F.S., A.S. Posen (1997), "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", *Economic Policy Review*, Vol. 3, Issue 3, August.
- Mishkin, F.S., M. Savastano (2001), "Monetary Policy Strategies for Latin America", *Journal of Development Economics*, Vol. 66, p. 415-444.
- Mishkin, F.S., K. Schmidt-Hebbel (2002), "A Decade of Inflation Targeting in the World", *Ten Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Santiago: Central Bank of Chile.
- Muscattelli, A. (1998), "Optimal Inflation Contracts and Inflation Targets with Uncertain Central Bank Preferences: Accountability Through Independence?", *The Economic Journal*, Vol. 108, No. 447, p. 529-542.

- Neyaptı, B. (2001), "Central Bank Independence and Economic Performance in Eastern Europe", *Economic Systems*, Vol. 25, November, p. 381-399.
- Nordhaus, W.D. (1975), "The Political Business Cycle", *Review of Economic Studies*, Vol. 42, No. 129, p. 169-190.
- Obstfeld, M., K. Rogoff (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, 9, p. 73-96.
- Oh, J. (2002), "Inflation Targeting: The Korean Experience and Issues", The Bank of Korea, p. 1-9, Erişim:
<http://www.faculty.washington.edu/karyiu/confer/seoul02/papers/oh.pdf>
(16.10.2004).
- Oktar, S. (1996), *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- Oktar, S. (1997), "T.C. Merkez Bankası Ne Ölçüde Bağımsız?", *Bankacılık ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl. 34, Sayı. 5, Mayıs, s. 6-20.
- Oktar S. (1998), *Enflasyon Hedeflemesi, Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- Öğretmen, E. (2004), "Enflasyon Hedeflemesi: Uygulama Özellikleri", T.C. Merkez Bankası, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- Öztürk, S. (2003), *Enflasyon Hedeflemesi*, Derin Yayınları, İstanbul.
- Parasız, İ. (1998), *Para Politikası*, 5. Baskı, Ezgi Yayınevi, Bursa.
- Paya, M. (2002), *Para Teorisi ve Para Politikası*, Filiz Kitabevi, İstanbul.

- Pollard, P.S. (1993), "Central Bank Independence and Economic Performance", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, p. 21-36.
- Poole, W. (1991), "Is Inflation Too Low", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 81, 3- 10.
- Roger, S., M. Stone (2005), "On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets", *IMF Working Paper*, No. 163, p. 1-67.
- Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to An Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, 110, p. 1169-1190.
- Rogoff, K. (1985), "Social Institutions for Overcoming Monetary Policy Credibility Problems", *presented at the American Economic Association Meetings, New Orleans*, December.
- Rogoff, K. (1987), "Reputation, Coordination, and Monetary Policy", içinde: R.J. Barro (Ed), *Modern Business Cycle Theory*, Cambridge: Harvard University Press: 236-264.
- Romer, D. (1993), "Openness and Inflation: Theory and Evidence", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 4, November, p. 869-903.
- Savaş, V. (1987), *Keynezyen İktisat Yıkılırken*, Fatih Yayınevi, İstanbul.
- Savaş, V. (1998), *Politik İktisat*, 4. Baskı, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- Schmidt-Hebbel, K., M. Tapia (2002), "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation Targeting Countries", *Working Paper*, No. 166, Santiago: Central Bank of Chile.

- Sherwin, M. (2000), "Institutional Frameworks for Inflation Targeting", *Reserve Bank of New Zealand*, p. 1-11.
- Soikkeli, J. (2002), "The Inflation Targeting Framework in Norway", *IMF Working Paper*, No. 184, November, p. 1-28.
- Stock, H.J., W.M. Watson, (2001), "Vector Auto Regression", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 4, Fall 2001, p. 101-115.
- Sturm, J-E., J. De Haan, (2001), "Inflation in Developing Countries: Does Central Bank Independence Matter? New Evidence Based on a New Data Set", Department of Economic, *University of Groninger*, The Netherlands, p. 1-14.
- Svensson, L.E.O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, Vol. 41, No. 6, p. 11-46.
- Svensson, L.E.O. (2002), "Inflation Targeting As A Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary Economics*, 43, p. 607-654.
- Şen, H. (2001), "Enflasyonu Önlemede Döviz Kuru Rejimleri", Erişim: <http://foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/nisan2001/enflasyon.htm> (10.05.2004).
- TBB (Türkiye Banklar Birliği) (1999), "Şeffaflık ve Sorumluluk, Uluslararası Mali Krizler, Mali Sistemlerin Güçlendirilmesi", *Türkiye Bankalar Birliği Yayınları*, Kasım, 1-85.
- TBB (Türkiye Banklar Birliği) (2001), "1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası", *Bankacılık Araştırma Grubu*, Türkiye Bankalar Birliği.
- TBB (Türkiye Banklar Birliği) (2002), "Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme", *Türkiye Bankalar Birliği Yayınları*, Ocak, 1-16.

TCMB, (2000), “2000 Yıllık Rapor”, Erişim:

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/00turce/yraporx.html> (21.12.2004).

TCMB, (2001a), “Para Politikası Raporu”, Erişim:

http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm
(21.12.2004).

TCMB, (2001b), “Yıllık Rapor”, Erişim:

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/01turce/yraporx.html> (21.12.2004).

TCMB, (2002a), “Fiyat İstikrarı”, Erişim:

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/Konusma/tur/2002/konusma.php>
(21.12.2004).

TCMB, (2002b), “Para Politikası Raporu”, Erişim:

http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm
(21.12.2004).

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”, Erişim:

<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2006.php> (15.02.2006).

The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, (2003), Vol. 85, No. 5, September/October.

The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, (2004), Vol. 86, No. 4, July/August.

Tekeoğlu, M. (1993), *İktisadi Düşünceler Tarihi*, Çukurova Üniversitesi Basımevi, Adana.

- Telatar, E. (2002), *Fiyat İstikrarı: Ne? Nasıl? Kimin İçin?*, İmaj Yayınevi, Ankara.
- Tuladhar, A. (2005), "Governance Structure and Decision-Making Roles in Inflation Targeting Central Banks", *IMF Working Paper*, No. 183.
- Tutar, E. (2002), "Inflation Targeting in Developing Countries and Its Applicability to the Turkish Economy", *Thesis Submitted to the Faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University*, Blackburg, Virginia, Erişim: <http://scholar.lib.ut.edu/thesis/available/etd-08012002-110233/unrestricted/Thesis.pdf> (12.06.2004).
- Uçak, H. (2003), "Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", *Yüksek Lisans Tezi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Usta, B. (2003), "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği", *TCMB Uzmanlık Tezi*, Ankara.
- Waller, C.J. (1995), "Performance Contracts for Central Bankers", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 77, p. 3-14.
- Waller, C.J., C.E. Walsh (1996), "Central Bank Independence, Economic Behavior, and Optimal Term Lengths", *American Economic Review*, Vol. 86, No. 5, p. 1135-1149.
- Walsh, C.E. (1995), "Optimal Contracts for Central Bankers", *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 1, p. 150-167.
- Walsh, C.E. (1998), "Announcements, Inflation Targeting and Central Bank Incentives", *Economica* 66, 255-269.

Zeytinoğlu, E. (1996), *Ekonomik Doktrinler ve Ekonomik Sistemler*, Mim Matbaası, İstanbul.

<http://www.econturk.org/Türkiyeekonomisi/bayram.doc> (10.08.2006).

ÖZGEÇMİŞ**Kişisel Bilgiler**

Adı Soyadı : F. Özlem ÖZKAN
Doğum Yeri-Yılı : Adana- 01.04.1980
Adres : Adnan Kahveci Bul., Mahfesiğmaz Mah., Cemil Kaya Apt.
Kat:7/14 Seyhan/ADANA
E-mail : ozkn_ozlem@yahoo.com

Eğitim Durumu

Yüksek Lisans :Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı (2007)
Lisans :Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü (2003)
Lise :Adana Erkek Lisesi (Süper Lise) (1999)
Ortaokul :Ziya Paşa İlköğretim Okulu
Yabancı Dil : İngilizce