

ENFLASYON HEDEFLİ POLİTİKANIN BİR SONRAKİ ADIMI: FİYAT SEVİYESİ HEDEFLEMESİ

Dr. Nuran ÇAKIR

İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu

Pazarlama Programı

ÖZET

Enflasyon hedeflemesi kendi içinde “enflasyon oranı hedeflemesi” ve “fiyat düzeyi hedeflemesi” olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bazen ikisi de dönüşümlü olarak kullanılabilir. Bu iki uygulama arasındaki farklılıklar nedeniyle enflasyonun mu yoksafiyat seviyesinin mi hedefleneceği konusunda farklı görüşler vardır. Enflasyon oranı hedeflemesi ya da fiyat düzeyi hedeflemesi arasında bir seçim yapmak, sonuçları açısından, farklılıklar göstermektedir. Para politikasının hedefi, fiyat seviyesi istikrarını sağlamak ise fiyat seviyesi hedeflemesi; eğer amaç düşük ve durağan bir enflasyon oranı sağlamak ise, enflasyon hedeflemesi rejimi kullanılır. Bu karar verilirken de enflasyon hedeflemesi rejiminin fiyat seviyesinde baz kaymasına (base drift) neden olacağı göz önünde tutulur. Enflasyon hedefli rejimde, geçmiş enflasyon başarısızlıkları gelecek politika faaliyetlerini etkilememektedir. Dolayısıyla enflasyon hedefli politikadaki bu özellik baz kaymasına yol açmaktadır. Bu iki uygulama arasındaki en önemli farkı ise şu şekilde açıklamak mümkündür: Eğer her bir yıla ait hedefi enflasyon oranı ise; merkez bankasından önceki yıllardaki hedefine ulaşmadaki başarısızlığı telafi etmesi talep edilmez. Eğer hedefi fiyat düzeyi ya da fiyat düzeyi konusunda izlenecek bir politikaya ait ise; o zaman merkez bankası önceki yıllara ait hedeflerde meydana gelen sapmaları telafi etmeye çalışmak zorunda kalacaktır.

ABSTRACT

Inflation targeting is divided in two parts in its own structure as “inflation rate targeting” and “price level targeting”. Sometimes they can be used interchangeably. Because of the differences between these two applications, there are different views about the choice between the targeting of inflation rate or price level. Making a choice between inflation rate targeting and price level targeting implies differences in terms of their consequences. If monetary policy target is price level stabilization, price level targeting policy is used. But if the monetary policy target is to ensure a low and stable inflation rate, then inflation rate targeting monetary policy is used. During the decision making process, it should be considered that inflation rate targeting regime will lead to a base drift in the price

level. In the inflation rate targeting regime, past inflation rate failures do not affect future policy activities. Hence, this feature of inflation rate targeting policy causes base drift. It is also possible to explain the most important difference between these two applications as: If the target of each year is the inflation rate, it can not be demanded from the central bank to compensate the failures of the past years in achieving the target. But, if the target is related to the price level or a policy about price level, then the central bank has to work to compensate the deviations from the targets of the past years.

GİRİŞ

Merkez Bankalarının temel görevlerinden biri de, sürdürülebilir bir büyüme için, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Merkez bankasının fiyat istikrarının sağlanmasına ilişkin rolü ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için özel bir politika üzerinde fikir birliği sağlamak oldukça güçtür (Fischer, 1996: 1).

Fiyat istikrarı, para politikası için bir hedeftir. Fiyat istikrarı, fiyat seviyesi istikrarı olarak kabul edilmektedir. Fiyat istikrarı, düşük oynaklığa sahip, durağan bir fiyat seviyesidir. Başka bir deyişle, fiyat istikrarı uzun dönemli düşük ve durağan bir enflasyon düzeyidir (Svensson, 1995/1996:1). Buna karşılık, enflasyon ise, fiyatlar genel seviyesindeki sürekli bir yükselmeye karşılık, paranın değerindeki devamlı düşmenin eşlik ettiği bir süreçtir.

Enflasyon düşürülürken göz önünde tutulan en önemli ölçüt, enflasyonu en az maliyetle (daha düşük üretim kaybı ve daha düşük işsizlik) durdurmaaktır. Enflasyonu en az maliyetle indirebilmek için son iki yüzyıldır yaşanan deneyimler, para politikaları için üç tip nominal çapanın yaygın olarak kullanıldığını göstermektedir: i- Döviz kuru hedefleme, ii- Parasal hedefleme iii- Enflasyon hedeflemesi (Flood ve Mussa, 1994: s1).

1970 ve 1980'li yıllarda birçok ülke, para politikası çerçevesinde, para talebinin istikrarlı olduğu varsayımıyla, parasal büyüklükleri, nominal çapa politikası olarak uygulamışlardır. Kanada, 1975-1982 yılları arasında M1 para arzını hedeflerken, Yeni Zelanda, 1985 yılında parasal tabanı kontrol etmeyi amaçlamıştır. Bu dönemde, finansal serbestleşme süreciyle birlikte sermaye

piyasalarının bütünleşmesi ve dolayısıyla sermaye hareketlerinin hızla artması ve mali araçlardaki yenilikler para ile nominal gelir arasındaki var olduğu düşünülen geleneksel ilişkileri bozulmasına yol açmıştır. Bu sonuç para otoritelerinin enflasyonu kontrol etme yeteneğini ve dolayısıyla kısa dönemdeki enflasyonun kontrolü için parasal hedeflerin anlamını azaltmıştır (Cukierman, 1995: 8).

1970'li yılların ortasında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte, daha esnek bir kur sistemine geçilmesinin uygun bir çözüm olacağı yaygın olarak kabul edilmiştir. Ancak İsrail (1987), Arjantin (1991), Brezilya (1994 -98) gibi gelişmekte olan bir çok ülke istikrar programının çapası olarak, döviz kurunu seçmeye devam etmişlerdir. Fakat 1980 ve 1990'lı yıllarda sermaye piyasalarının bütünleşmesi ve sermaye hareketliliği nedeniyle, bu ülkelerin sabitlenmiş kur oranını sürdürmeleri zorlaşmıştır. Bunun yanında, Fransa Almanya İngiltere gibi gelişmiş ülkelerin bir araya gelerek oluşturdukları Döviz Kuru Mekanizması, uygulamada başarısız olmuş ve bilinen 1992'deki Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi yaşanmıştır. Son olarak 1997 Güney Doğu Asya krizi ortaya çıkmıştır (Enzo and Khan, 2000: 1).

1970'li ve 1980'li yıllarda gündemde olan parasal büyüklük hedefleme politikalarının ve sabitlenmiş döviz kuru politikalarının çoğu ülkede başarısızlıkla sonuçlanması nedeniyle ekonomi politikalarına güven azalmıştır. Bu yandan ekonomik bireylerin ekonomik politikaları geniş anlamda güveninin oluşturulması, diğer yandan ekonominin fiyat istikrarına sağlanabilmesi amacıyla, parasal otorite, uygulamada referans alacağı alternatif yeni bir politik:

arayışına girmiştir. Enflasyonun açık olarak hedeflenmesine yönelik politikaların ilk kez Yeni Zelanda'da 1990 yılının Mart ayında ilan edilerek uygulanmaya başlamasının ardından, Kanada (Şubat 1991), İngiltere (Ekim 1992), İsveç (Ocak 1993), Avustralya (Nisan 1993), Finlandiya (Şubat 1993) ve İspanya da (Ocak 1995) uygulanmaya başlanmıştır (Masson, Savastano ve Sharma, 1997:19).

1990'lı yıllardan itibaren Şili (1990), Peru (1994), Meksika (1998), Brezilya (1999), İsrail (1992)'de Colombiya (1991) gibi gelişmekte olan ülkeler de enflasyon hedeflemesi politikasını benimsemişlerdir (Mishkin ve Savastano, 2000:40-54).

Enflasyon hedeflemesi parasal otorite tarafından resmi olarak belirlenen düşük enflasyon hedefinin, belli bir zaman eğrisi dahilinde, kamuoyuna duyurulmasıdır. Enflasyon hedeflemesi adından da anlaşılacağı üzere, enflasyon oranı için bir ya da daha fazla eğri üzerinde resmi hedef aralıklarının açıklanması ve düşük kararlı enflasyonun para politikasında ön plana çıkan öğe olduğunun bildirilmesidir (Bernanke and Mishkin, 1997: 1).

Enflasyon hedeflemesinin en önemli özelliği, parasal politikanın sürekli bir reel etkisinin olmadığı ama fiyat seviyesini ve enflasyon oranını uzun vadede etkilediği hipotezine dayanarak, enflasyon hedefine önceliğin verilmesidir. Bu politikanın, düşük enflasyona ulaşılmasında, parasal politika ve enflasyon beklentileri için bir nominal çapa (net görünürlük ve hem enflasyon hedeflerinin hem de enflasyon tahmininin kolaylıkla kontrol edilebilirliği ile desteklenmiş olarak) sağlayacağı düşünülmektedir (Wagner, 2000: 9).

Enflasyon hedeflemesi, kendi içinde "enflasyon oranı hedeflemesi" ve "fiyat düzeyi hedeflemesi" olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bazen ikisi de dönüşümlü olarak kullanılabilir. Bu iki uygulama arasındaki farklılıklar

nedeniyle, enflasyonun mu yoksa fiyat seviyesinin mi hedefleneceği konusunda farklı görüşler vardır (Svensson 97/98, s.2).

Fischer, fiyat düzeyi hedeflemesinin, uzak gelecekteki fiyatlar konusunda, enflasyon hedeflemesine göre daha fazla bir kesinlik ortaya koyduğunu, dolayısıyla fiyat düzeyi hedeflemesinin, uzun dönemli sözleşmeleri teşvik edeceğini kabul etmekle birlikte, fiyat düzeyi hedeflemesinin, enflasyon üzerinde kısa dönemli oynaklığa neden olmasından ötürü, fiyat düzeyinden ziyade enflasyon hedefinin tercih edilebilir olduğunu savunmaktadır (Fisher, 1996 :35-36).

Fisher'e göre, ekonomiye gereksiz kısa dönem dalgalanmalar kattığı için fiyat seviyesi hedeflemesi kötü bir fikirdir. Buna karşılık enflasyon hedeflemesi, fiyatlarda deflasyonist bir ayarlama gerektirmediğinden, arz kaynaklı şoklar karşısında daha esnek bir politika uygulanmasına elverişlidir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi gerçekçi ve güvenilir bir para politikası olarak daha kabul edilebilirdir (Fisher, 1996:35-36).

Alternatif görüş olarak Svensson (1999d), fiyat seviyesi hedeflemesinin üretim değişkenliğini etkilemeksizin enflasyon değişkenliğini azaltabileceğini savunmuştur. Bu durumu Svensson (1999d) "bedava öğle yemeği" şeklinde ifade etmiştir. Svensson (1999) ve Vestin (2000), fiyat seviyesi hedeflemesinin fiyat istikrarı için enflasyon hedeflemesinden daha iyi sonuçlar sağlayacağını iddia etmişlerdir. Başarıyla uygulanan bir fiyat düzeyi hedeflemesinin toplumun enflasyonist eğilimleri (bias) üzerinde, enflasyon hedeflemesine göre, daha olumlu sonuçlar doğuracağı düşünüldükçe, fiyat seviyesi hedeflemesinin uzun vadede fiyat oynaklığını minimum düzeyde tutma özelliği taşıdığı ve işsizlik oranının politikalara yönelik esneklik düzeyinin görece düşük olduğu ekonomilerde, enflasyon hedeflemesine nazaran tercih edilebilir olduğu savunulmaktadır.

Daha iyi bir üretim-enflasyon değişkenliği alış verişi sağladığı için fiyat seviyesi hedeflemesi enflasyon hedeflemesinden daha etkili bir politika olarak düşünülür. Svensson'un iki alternatif stratejiyi kıyaslaması, verimde kalıcı sürekliliğe izin veren Lucas tipi Philips eğrisine dayalıdır. Buna karşın, yeni Keynesyen sisteminin genelinde Vestin, enflasyon hedeflemesine karşı fiyat seviyesinin ana yapısını analiz ederek fiyat seviyesini desteklemektedir (Guender and Oh, 2005:1).

1. Uygulamada Fiyat Seviyesi Hedeflemesi

Fiyat seviyesi hedeflemesinin İsveç deneyimi Eylül 1931'de başlamış ve II. Dünya Savaşı'nın bitmesiyle son bulmuştur. İsveç para otoritesinin fiyat seviyesi hedeflemesine iki faktör öncülük etmiştir.

- i. Ekonomik faktör: 1920'lerin sonlarında başlayan sert deflasyon, 1930'lardaki Buhranın etkisi ve altın standardındaki son çöküş para politikasında yeni ve tutarlı bir stratejiye geçilmesinin gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. 1928-1931 dönemlerinde tüketici fiyatları %9 civarında düşerken toptan satış fiyatlarında %25'den daha fazla bir düşüş yaşanmıştır. 1929tan 1931'e kadar sanayi üretimi %21 civarında, reel gelir %9 civarında düşmüştür. İşsizlik oranı 1930ta %10 iken, 1933te %25 olmuştur.
- ii. 1931'de İngiltere Merkez Bankası'nın pound - altın konvertibilitesini genişletme kararı: Pound-altın konvertibilitesini genişletme kararı neticesinde İsveç Kron'u 19 Eylül 1931 tarihinde spekülasyon saldırılarının baskısına maruz kalmış ve bunun sonucu olarak da zayıf ve kötüleşen bir ekonomi ile harabe duruma düşen uluslararası para düzenlemeleriyle yüzleşen İsveç hükümeti önlem alma zorunluluğu hissetmiş ve fiyat seviyesi hedeflemesini

uygulamaya karar vermiştir (Guender and Oh, 2005:2).

2. Enflasyon Hedeflemesi ile Fiyat Seviyesi Arasındaki Tanımsal Fark

Fiyat seviyesi hedeflemesinde; Merkez bankası önceden belirlenen bir bant içinde fiyat seviyesini sabit yada kararlı bir artış doğrultusunda tutmaya çalışır. Fiyat seviyesi hedeflemesinin amacı fiyatlar genel seviyesi olduğu için geriye dönük bakışlılığa sahiptir. Fiyat seviyesi hedeflemesi (şayet pozitif bir enflasyon oranı arzu edilebilir kabul ediliyorsa) sıfır enflasyon anlamını içermemektedir (Carlstrom and Fuerst, 2002:3).

Fiyat seviyesi hedeflemesi, uzun dönem fiyat seviyesindeki kaymaları önlemek için, fiyat seviyesi hedefinden sapmalara sistematik olarak cevap verme etkisine sahip olan bir politikadır (Svenson, 1995/1996:1). Fiyat seviyesi hedeflenmesi, merkez bankasının para politikasını fiyat seviyesi hedefini karşılayacak şekilde ayarlamasıdır. Örneğin, bu yılın fiyat endeksinin 100 olduğu kabul edilirse, merkez Bankası bir sonraki senenin fiyat seviyesi için, (+ 1) ya da (- 1) olmak üzere 102.5'lik bir fiyat düzeyi hedefi belirleyecektir.

Enflasyon hedeflemesinde ise, para otoritesi genel fiyat düzeyindeki örtülü enflasyon oranı için bir hedef ya da hedef aralığı bildirir. Enflasyon hedeflemesi fiyatlar seviyesindeki değişimi amaçladığı için ileriye dönüktür. Başka bir deyişle enflasyon hedeflemesinde amaç, fiyatlardaki büyüme oranını istikrara kavuşturmadır (Carlstrom and Fuerst, 2002:3). Enflasyon oranı hedeflemesinde merkez bankası tarafından genel fiyat seviyesindeki örtülü enflasyon oranı için bir hedef ya da hedef aralık bildirilir. Örneğin enflasyon hedeflemesini tercih eden bir merkez bankası, her iki yönde +- % 1'lik bir aralık bırakarak % 2.5'lik bir perakende fiyatını, örtülü enflasyon oranı hedefi olarak belirleyecektir.

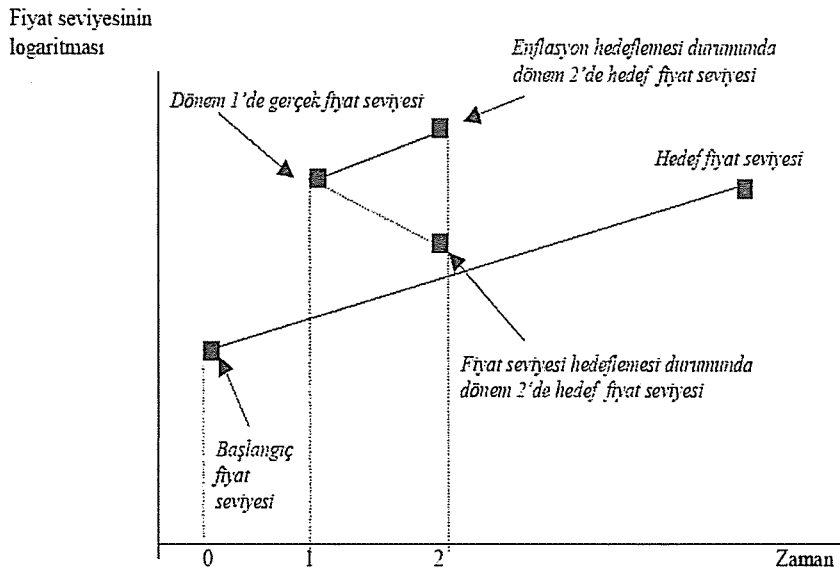
Bir fiyat seviyesinin hedeflenmesi, fiyat endeksinde kesinlikle hiçbir değişimin hedeflenmemesi anlamına gelmez. Şayet % 2'lik enflasyonun % 0'lık enflasyona tercih edilmesinde geçerli sebepler varsa, bu durumda hedeflenen fiyat seviyesi, yıllık % 2'lik bir artışı barındırabilir. Bununla birlikte, basitlik açısından (başlangıç fiyat endeksini 100 olarak tanımlansın) 100 fiyat seviyesi hedefi ile birlikte % 0'lık bir enflasyon hedefi kabul edilsin.

Beklenmedik fiyat artışları sonucu gerçek enflasyonun, fiyat endeksini 104.4'e yükselterek, iki sene için % 2 olması durumunda ise üçüncü yılda % 0 enflasyonu hedefleyen para otoritesi, fiyat seviyesini 104.4'te tutmaya çalışırken, 100 fiyat seviyesini hedefleyen otorite, fiyatların 100 seviyesine düşürülmesine çalışacaktır (Lilico, 2000; 4).

Sonuç olarak bu iki uygulama arasındaki en önemli farkı şu şekilde açıklamak mümkündür:

Eğer her bir yıla ait hedef, enflasyon oranı ise; merkez bankasından önceki yıllardaki hedefine ulaşmadaki başarısızlığını telafi etmesi talep edilmez. Eğer hedef, fiyat düzeyi ya da fiyat düzeyi konusunda izlenecek bir politikaya ait ise; o zaman merkez bankası önceki yıllara ait hedeflerde meydana gelen sapmaları telafi etmeye çalışmak zorunda kalacaktır. Enflasyon hedeflemesi altında iş işten geçmiş olurken, fiyat seviyesi hedeflemesi altında geçmiş hataların düzeltilmesi için bir çaba vardır (Federal Reserve Bank Of Saint Louis, 1995:1-2). Örneğin: Fiyatlardaki beklenmedik bir artış fiyat seviyesinin hedeflenmesi durumunda fiyatlarda deflasyonist bir ayarlamının yapılmasını gerektirirken enflasyon hedeflemesinde sadece artışın durdurulması yeterli olacaktır (Lilico, 2000:1).

Şekil: Fiyat Düzeyi Hedeflemesine Karşı Enflasyon



Yukarıdaki şekil fiyat seviyesi hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesi arasındaki farkı anlatmaktadır. Buna göre enflasyon hedeflemesinin uygulanması durumunda merkez bankası, geçmişteki hataların düzeltilmesi için herhangi bir müdahalede bulunmayacaktır. Eğer para otoritesi, durağan bir fiyat seviyesini hedeflemişse, sonraki yıllarda fiyat seviyesini % 1 oranında azaltmaya çalışması gerekecektir. Bu durumda enflasyon hedeflemesi altında hiçbir şey yapılamazken, fiyat seviyesi hedeflemesi altında geçmiş hataların düzeltilmesi için müdahale yapılabilmektedir (Federal Reserve Bank of Saint Louis, 1995:1-2).

3. ENFLASYON HEDEFLERİ İLE FİYAT SEVİYESİ ARASINDAKİ İŞLEYİŞ FARKI

Para politikasının hedefi, fiyat seviyesi istikrarını sağlamak ise, fiyat seviyesi hedeflemesi eğer hedef düşük ve durağan bir enflasyon oranı sağlamak ise, enflasyon hedeflemesi para politikası rejimi olarak kullanılır (Carlstrom and Fuerst, 2002:3). Bu kararın verilmesi aşamasında enflasyon hedeflemesi rejiminin fiyat düzeyi baz kaymasına (base drift) izin vereceği dikkate alınır. Fiyat düzeyi baz kayması, ortalama üstü enflasyon ortalama altı enflasyonla takip edilmediği takdirde ortaya çıkan bir durumdur (Svensson 97/98: 2). Fiyat seviyesi hedeflemesinde, fiyat seviyesi istikrarını sağlamak için ortalama üstü enflasyon, ortalama altı bir enflasyonla takip edilmediği takdirde, enflasyon hedeflemesinde daha yüksek bir enflasyon değişkenliği ortaya çıkacaktır. Bunun nedeni ise enflasyon hedeflemesinin fiyat seviyesinde baz kaymasına izin vermesidir (Svenson, 1995/1996: 2)

Fiyat seviyesindeki baz kayması, fiyat seviyesinin eğilime (trende) uygun olmayan bir biçimde durağan hale geldiğini ve gelecek fiyat seviyesi oynaklığının gelecekteki fiyat seviyesinin tahmin eğrisine bağımlı olmadan sınırsızca artacağı anlamına gelmektedir. Başka bir anlatımla bu sonuç, fiyat istikrarından tamamen

uzaklaşmayı ifade etmektedir (Svenson, 1995/1996: 2).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde geçmiş enflasyon başarısızlıkları gelecek politika faaliyetlerini etkilememektedir. Dolayısıyla enflasyon hedefli politikadaki bu özellik baz kaymasına yol açmaktadır. Fiyat seviyesi hedeflemesinde ise, geçmiş başarısızlıklar gelecek politika faaliyetlerini etkilemek zorunda olduğundan doğru tanımlanmış bir uzun dönemli fiyat seviyesi hedefinde (bir çok yılı kapsayan) bu taban kayması mevcut değildir. Bunun nedeni ise, para otoritesinin fiyat seviyesini, geçmiş izlere (deneyimlere) bakarak elde etmek zorunda olmasıdır (Carlstrom and Fuerst, 2002:3).

Enflasyon hedeflerini gerçekleştirmek için doğru zamanın seçimi başarı ve başarısızlıkta önemli bir faktördür. Enflasyon hedeflemesinin zamanlaması ile ilgili iki soru ortaya çıkar: Bunlardan birincisi, enflasyon hedeflemesi için uygun zaman eğrisinin ne olacağıdır. Para politikası araçları enflasyonu uzun gecikmelerle etkilediği için, enflasyon hedefinin tanımlı belli bir zaman sürecine ihtiyacı vardır. Aynı zamanda ekonomik şoklar, politika ile politika etkisi arasındaki bir zaman aralığında oluşur. Para politikacıları bunun için enflasyon hedefini karşılamada hangi zaman eğrisinin uygun olacağına karar vermelidir. İkinci önemli soru, da enflasyon hedeflerini gerçekleştirmeye başlamak için en iyi zamanın ne zaman olduğudur (Mishkin and Posen, 1997: 8).

Enflasyon, para politikası araçlarına uzun ve değişken gecikmelerle ve değişken büyüklüklerle cevap verir. Bu gecikmeler, merkez bankasının enflasyonu dönem dönem kontrol altına almasını engeller (Masson, Savastano and Sharma, 1998: 34). Merkez bankalarının enflasyon hedefini takip ederken faaliyetlerini gelecek enflasyon tahminleri üzerine dayandırmaları sonucu, bazı durumlarda enflasyon oranı istikrarsızlığı ortaya çıkabilmektedir.

Merkez bankası enflasyonu bir yada iki yıl ileride kontrol etmeye çalışmasından dolayı ileriye dönük bir bakışa sahiptir. Dolayısıyla makro değişkenlere ilişkin tahminler merkezi bir önem kazanır ve enflasyon hedeflemesi enflasyon tahmini hedeflemesi halini alır (Svensson, 1979:4). Bu da, uzun dönem fiyat seviyesinin (dolayısıyla uzun dönem enflasyon oranının), fiyat seviyesi hedeflemesi altında, enflasyon hedeflemesi altında olduğundan daha belirgin olduğu anlamına gelir. Efektif fiyat seviyesi hedefinin her sene güncellenmesinden kaynaklanan taban kayganlığı yüzünden fiyat seviyesi rassal bir seyire sahiptir ve birkaç yıl içinde farklılık oldukça belirgin bir hal alabilir. Uzun dönemde, enflasyon hedeflemesi altında, para daralmasının olası reel değeri, fiyat seviyesinin hem sifıra hem de sonsuza doğru bir seyir izlemesi ihtimali olduğundan çok büyük boyutlarda değişkenlik gösterebilir (Lilico2000:2).

Enflasyon hedeflemesinde görülen taban kayması problemi gelecek 5, 10 veya 30 yıl içerisinde fiyat seviyesinin ne olacağı ile ilgili belirsizlik açısından önemlidir. Merkez bankası bazı yıllarda enflasyon hedefini çok küçük bir yüzde ile kaçırabilir. Ancak bu küçük yüzdelerle ifade edilen kaçırılmalar, telafi edilemezse birikecek ve otuz yıl sonra oldukça büyük miktarlara ulaşacaktır. Bu nedenle bu kaçışları telafi eden bir fiyat seviyesi hedefi uzun dönem sabit getirili tahvillerin alımı ve satımı ile ilgili olarak belirsizliği düşürecektir (Carlstrom and Fuerst, 2002:3).

Fiyat seviyesi hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi arasında tercih yapılırken bir fırsat maliyeti ortaya çıkmaktadır: Bir tarafta düşük sıklıktaki fiyat seviyesinin belirsizliği diğer tarafta ise, yüksek sıklıkta enflasyon ve üretim belirsizliği ile karşılaşılacaktır. Böyle bir durumda fiyat seviyesi hedeflemesi, uzun dönem fiyat seviyesi değişkenliğini düşürerek enflasyon hedefine göre avantajlı bir duruma sahip olur. Bu

uzun dönem nominal sözleşmeler ve dönemler arası kararlar için faydalı bir durumdur. Ancak bir durum enflasyon ve üretimin kısa dönem değişkenliğinin artışına mal olur. Mekanizma şöyle işleyecektir: fiyat seviyesini fiyat seviyesinin hedefin altında istikrarını dengelemek için ortalama üstü enflasyonun ortalama altı enflasyonla elde edilmesi gerekmektedir. Bu durumda enflasyon hedeflemesinden daha yüksek enflasyon değişkenliği ortaya çıkacaktır. Bunun nedeni ise enflasyon hedeflemesi rejiminde baz kaymasına izin verilmesidir. Ortalama üstü enflasyon ortalama altı enflasyonla takip edilmediği sürece bu durum fiyat seviyesinin baz kaymasıyla sonuçlanır. Nominal katılıkların olduğu durumda bu sonuç yüksek enflasyon değişkenliği ve yüksek üretim değişkenliği ile sonuçlanacaktır (Svenson, 1995/1996: 3).

3.1. Fiyat Seviyesi Hedefleme ve Kısa Dönem Enflasyon İstikrarsızlığı

Enflasyon fiyat seviyesindeki değişim anlamına geldiği için, fiyat seviyesi hedeflemesi altında enflasyon oranındaki hareketlenmeler üretim eksikliğinin boyutundan ziyade üretim eksikliğindeki değişimlerle orantılı olacaktır (Carlstrom and Fuerst, 2002:2).

Enflasyon oranı, fiyat seviyesi hedeflemesi altında, enflasyon hedeflemesine göre yıldan yıla daha çok değişkenlik gösterebilir. Bu da kısa dönem fiyat dalgalanmasının daha yüksek olmasından kaynaklanır. Çünkü fiyat seviyesindeki beklenmeyen değişiklikleri, fiyat seviyesini düşürme girişimleri izleyecektir. Bir fiyat seviyesi şokundan sonra enflasyon normale dönmeyecek, bunun yerine, tam tersi yönde başka bir hareketlenme yaşanacaktır. Ancak bu süreç her zaman bu şekilde işlemeyebilir. Bir taahhüdün olmadığı modeller altında ve ekonomideki nominal katılıklarla (rigidities) birlikte, kısa dönem istikrarsızlık daha düşük olabilir. Bunun

nedeni ise ekonomideki üretim şoklarının uzun süreli etkileridir.

Ekonomide, enflasyonu hedef düzeyinin üstüne ve üretimi de eğilim (trend) seviyesinden yukarı iten bir talep şoku olması durumunda, yeni enflasyon oranı, belirlenen hedef aralığın içindeyse, para otoritesinin üretimi dikkate alması beklenir. Bu senaryo altında, enflasyon hedefleyen otorite, enflasyonu hedefe geri düşürdüğünde, enflasyonu üretimdeki eksiklikle orantılı olarak değiştirecektir. Başka deyişle, enflasyonun, üretim eğiliminin (trendinin) çok üzerinde oluşması halinde, enflasyon, üretim trendinin sadece üzerinde bulunduğu duruma göre daha çabuk düşürülecektir.

Benzer şekilde, fiyat seviyesi hedefleyen otorite, fiyat seviyesini, üretimdeki eksikliklerle orantılı olarak aşağıya çekecektir. Aynı şekilde, üretimin eğilimin daha yukarısında bulunduğu durumda, fiyat seviyesi daha çabuk aşağıya çekilir. Fakat enflasyon fiyat seviyesindeki değişim anlamına geldiği için, fiyat seviyesi hedeflemesi altında enflasyon oranındaki hareketlenmeler, üretim eksikliğinin boyutundan ziyade üretim eksikliğindeki değişimlerle orantılı olacaktır. Dolayısıyla, eğer ortalama düzeyde nominal katılıklar mevcutsa, ve üretim şokları da orta karar bir sürekliliğe sahipse, bu durumda kısa dönem enflasyon oranının istikrarsızlığı, fiyat seviyesi hedeflemesi altında, enflasyon hedeflemesine göre olduğundan daha düşük olacaktır (Lilico, 2000: 3).

Fiyat seviyesini hedefleyen otorite ise, artan fiyatlar karşısında hedefin aşılması halinde deflasyonist politika uygulayarak fiyatları aşağı çekmeye çalışacaktır. Bu yüzden fiyat düzeyi hedeflemesinde uzun dönemdeki belirsizlikler, enflasyon hedeflemesine göre daha düşük olacaktır. Kısa dönemde her türlü şok karşısında fiyat hedefinin aşılması durumunda, para politikası deflasyonist ya da enflasyonist olmaktadır. Bu nedenle politikadaki bu aşırı değişimler kısa dönemde enflasyonun değişkenliğini artırmaktadır (Lilico, 2000:3).

3.2. Fiyat Seviyesi Hedeflemesinde Şoklar ve Nominal Katılıklar

Enflasyon hedeflemesinin ileriye dönük özelliği, enflasyonun mevcut değerinden bir sapmaya yol açabilecek herhangi bir şoku önleme taahhüdü içermesinden kaynaklanır. Buna ek olarak, enflasyon hedeflemesinin ileriye dönük özelliği, bir veya iki yıl sonrası enflasyonda, meydana gelebilecek tahmin edilebilir şokların etkisini elimine etmek amacını da taşımaktadır. Bu özellik sebebiyle, her türlü durumda, enflasyon bir nokta tahmininden ziyade en azından bir hedef aralığı ya da güven aralığı türünden tanımlanmaktadır (Masson, Savastano and Sharma, 1998: 35).

Enflasyon hedeflemesi ileriye yönelik bir politikadır. Merkez bankasının enflasyonun gelecekte izleyeceği yolu tahmin eder. Tahmin hedef, enflasyon oranı ile karşılaştırılır ve bunun sonucunda, tahmin ile hedef arasındaki fark, para politikasında ne kadarlık bir ayarlama yapılacağını gösterir (Kennedy, 2000: 99). Enflasyon oranı hedeflemesinde kısa dönemde, ise enflasyon oranı hedefi fiyat düzeyi hedefine oranla fiyatlarda daha az değişkenliğe sebep olacaktır. Fiyat seviyesi hedeflemesinin en önemli faydası, uzun dönemli enflasyon hakkında daha çok belirlilik sağlamasıdır. Enflasyon hakkındaki belirginliğin artması ise, uygulanabilir projelerle ilgili daha büyük yatırımlara ilişkin bir görüş sahası ve dolayısıyla da daha yüksek bir büyüme oranı demektir. Eğer fiyatlar kısa dönemde daha fazla dalgalı bir yapıya sahipse ve aynı zamanda kısa dönem fiyat istikrarsızlığına piyasadaki güçler neden oluyorsa fiyat seviyesi hedeflemesinin kendisini düzenleme özelliğinden dolayı, sahip olduğu yüksek güvenilirlik nedeniyle, ekonomide büyük bir sorun oluşturmayacaktır. Ancak ekonomide önemli oranlarda nominal katılıklar mevcutsa ve bu nedenle fiyat seviyesi hedeflemesi, kısa dönem üretime ilişkin daha büyük bir istikrarsızlığa sahipse böyle bir

durumda kısa dönem fiyat seviyesi istikrarsızlığı daha düşük olacaktır (Lilico, 2000: 2).

Ücret fiyat oluşma sürecinde büyük bir atalet varsa ve enflasyon oranı oldukça yüksek ise, para otoriteleri, fiyat kararlılığı hedefine ani bir geçişi önlemek isteyebilirler. Bu nedenle, merkez bankası enflasyon hedeflerinin zamanla değiştirilmesinde bir sakınca görmeyebilir. Bu durumda zamanla aşağıya doğru fiyat kararlılığı hedefine doğru eğilim gösteren bir enflasyon hedefi geçiş eğrisini seçebilirler. Benzer şekilde eğer fiyat kararlılığı hedefi gerçekleştirilmiş ise, şoklar, enflasyon hedeflerinin zamanla değişip değişmemesi gerektiği sorusunu tekrar gündeme getirerek, ekonomiyi bu hedeften uzaklaştırabilir. Enflasyon hedeflerinin değişimi bu yüzden enflasyon hedeflemesi rejiminin esnekliğini artıracak başka bir alet olarak kullanabilmektedir. Böylece merkez bankası enflasyon hedeflerinin değişimi esnekliği ile, ekonominin maruz kaldığı arz şokları ve diğer tip şokları karşılama başarıları olacaktır (Mishkin ve Posen, 1997: 8).

Enflasyon hedeflemesini uygulayan birçok ülkede hedef enflasyon oranı tek bir oran olarak değil, bant aralığı verilerek belirlenmiştir. Bu aralık ölçüm hataları ve bazı fiyatlardaki beklenmedik şoklar karşısında esneklik kazanılması amacını taşımaktadır.

Enflasyon sürecindeki şoklar ve para politikasının etkilerindeki gecikmeler, yüksek derecede belirsizlik içermektir. Esneklik özelliği ile, hangi şokların hedeften sapma anlamına geleceğini ve hangi aralıkta bu sapsalara izin verileceği önemlidir. Önemli olmasının nedeni belirsizlik maliyetinin çok yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedef bandının bu belirsizliğe müsaade etmesi için çok geniş olması (%5 ve 6 puan kadar) gerekmektedir. Geniş bant aralığının olumsuz tarafı ise kamunun ve piyasanın merkez bankasının enflasyon hedefi ile ilgili taahhüdüne yönelik çeşitli endişelere yol açabilmektedir (Mishkin and Posen, 1997:14).

Enflasyon hedeflemesinde parasal otoriteden kaynaklı bir şok yerine, ekonomide kendiliğinden oluşan beklenmedik şoklardan kaynaklanan fiyat artışları karşısında deflasyonist bir ayarlama yerine, sadece artışın durdurulmasını gerekli kılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat seviyeleri üzerindeki etkilerin ortadan kaldırılması hedeflenmediği için uzun dönemde fiyat seviyesinin ne olacağı konusunda belirsizlikler artmaktadır.

Fiyat seviyesi hedeflemesinde ise, hedeflenen fiyat düzeyinden sapma olması halinde yeniden bir ayarlama yapılarak fiyat düzeyinin hedeflenen düzeye geri çekilmesini gerektirir. Örneğin deprem ya da petrol gibi arz şoklarının olması durumunda fiyat artışlarının yansımaları olarak denge fiyat seviyesi yükselmiş olacaktır. Ekonomideki nominal katılıkların derecesine göre fiyat düzeyindeki artışlar reel maliyetlere yansımacaktır. Enflasyon hedefleyen otorite yeni reel maliyetler karşısında yeni dengenin kurulmasını sağlamaya çalışacaktır. Dolayısıyla bir fiyat şokundan sonra enflasyon normale dönmeyecek, bunu yerine tam tersi yönde başka bir hareketlenme yaşanacaktır. Bu noktada yapılması gereken, para otoritesinin enflasyon hedefini değiştirmesi olacaktır (Federal Reserve Bank of Saint Louis, 1995: 1-2).

Bu noktada enflasyon hedeflemesinin iyi bir yanı, fiyatlardaki ilk düşüşü takiben mücadeleye derhal başlamasıdır. Fakat bu aşamada enflasyon hedefli politikanın başarısızlığa uğradığını ve fiyatların düşmeye devam ettiği durum gerçekleşirse süreç şöyle işleyecektir: Eğer ekonominin geniş çaplı nominal katılıkları mevcutsa, uç durumlarda yeni bir düşük fiyat seviyesinin oluşturulabilmesi fikri inandırıcı olmamaktadır. Bu durumda üretim eski seviyesine çok çabuk ulaşmayacak ve işsizlik eski düşük oranına gerilemeyecektir. Bu nedenle ekonominin uzun bir süre krizde kalma olasılığı çok yüksek olacaktır.

Böyle bir süreçte, enflasyon hedeflemesi bu konuda yardımcı olamayacaktır. Fiyat seviyesi yeni bir denge noktasında tekrardan istikrara kavuşabilir, fakat enflasyon hedefleyen otorite, fiyatlardaki iyileşmeyi durdurmak dışında hiçbir davranış sergilemeyecektir. Buna ek olarak mali politikalara ilişkin birtakım düzenlemeler yapılması ve başarılı olunması durumunda muhtemelen fiyatlarda bir yükselme olsa bile bu aşamada mali ve parasal otorite karşı karşıya gelecektir. Bu noktada da yapılması gereken, para otoritesinin enflasyon hedefini değiştirmesidir. Artık hedeflenecek olan enflasyon oranı değil de, fiyat seviyesi olacaktır. Eğer fiyat seviyesi ilk baştan açık bir hedef olarak seçilirse, fiyatlardaki iyileşmeye yardımcı olunması için müdahaleye erkenden başlanabilir ve böylelikle mali politikalarla uyum içinde birlikte çalışmak mümkün olacaktır (Lilico, 2000, s.3).

3.4. Fiyat Seviyesi Hedeflemesi ve Güvenilirlik

Fiyat seviyesi hedeflemesi bir özelliği de, kendi kendini düzenleyen bir doğaya sahip olmasıdır. Güvenilirliğin sürdürülüyor olmasıyla birlikte, fiyat seviyesi hedefi, müdahaleye çok fazla ihtiyaç duymaksızın kendi kendinin istikrarını sağlıyor olacaktır (Lilico, 2000:4)

Fiyat seviyesi hedeflemesinde net hedeflerin kabulü, merkez bankasının politik uyuma dair taahhüdünü gerektirdiği için kurallara dayanır. Bu politika kuralının etkisi ve geriye dönük beklentiler, nedeniyle fiyat seviyesi hedeflemesi, tamamen güvenilir kabul edilmektedir ki bu güçlü bir varsayımdır (Maclean and Pioro, 2000: 2).

Beklentiler üzerinde inanılır bir fiyat seviyesi hedefinin etkisini şu örnekle açıklamak mümkündür: Örneğin, enflasyon hedeflemesini uygulamayı düşünen bir merkez bankasının, hedeflenen düzeyin üzerinde enflasyonu tetikleyen bir şokla karşılaştığı bir durum göz önüne alınsın. Merkez bankası, hedeflenen

enflasyona geri dönmek için, politikalarını sıkılaştırma (daraltma) ihtiyacı duyacaktır. Böylelikle bireylerin gelecek enflasyondan beklentileri, hedeflenen oranda veya üzerinde gerçekleşecektir. Fiyat seviyesi hedeflemesi olarak fiyat düzeyini %2' olarak belirleyen merkez bankası, enflasyonu % 2'nin üzerine iten pozitif bir şokla karşılaştığında, fiyat seviyesini hedeflenen seviyeye getirmeye çalışacaktır. Merkez bankası enflasyonu % 2 geri çekmekle kalmayacak aynı zamanda fiyat seviyesini korumak için daha düşük bir enflasyonla ikinci bir sirkülasyonu meydana getirmesi gerekecektir. Eğer bireyler bu politikayı anlar ve merkez bankasının tamamen fiyat seviyesi hedeflemesine odaklandığına inanırlarsa, onların beklentileri, enflasyonun %2'nin altına düşeceği şeklinde olacaktır. Diğer bir ifadeyle, fiyat seviyesi hedeflemesindeki enflasyon beklentileri enflasyon hedefli politikadaki beklentilerden daha düşük olacaktır. Böylelikle, reel faiz oranlarındaki gerekli ayarlamaların çoğu, nominal faiz oranlarındaki değişikliklerden çok, beklentilerdeki değişiklikler aracılığıyla olacaktır (Maclean and Pioro, 2000: 2).

Fiyat seviyesi hedeflemesinin en önemli faydası, uzun vadeli enflasyon hakkında daha çok belirlilik sağlamasıdır. Uzun vadeli enflasyon hakkındaki belirlilik, uzun dönemli büyük yatırımlara ilişkin bir görüş sahası sağlayacağından, ekonominin daha yüksek bir büyüme oranı gerçekleştirilmesinde yardımcı olur. Eğer fiyatlar kısa dönemde daha fazla dalgalanmaya sahipse bu, kısa dönem istikrarsızlığının sebebi de büyük ölçüde piyasadaki güçler tarafından kaynaklanıyorsa, fiyat seviyesi hedeflemesinin "kendisini yeniden düzenleme" özelliği ortaya çıkacaktır. Örneğin, fiyat seviyesi hedefinin hep 100 olduğunu kabul edildiğinde daha sonra da % 2'lik bir gerçek deflasyon olduğunu ve bunun da fiyat seviyesini 98'e indirdiğini, böylece yıl başlangıcında 100 birimden satılan bir malın yıl sonunda 98 birimden satılıyor olduğu bir durumda, eğer fiyat

seviyesi hedeflemesi güvenilir ise, herkes dengenin tekrardan 100 seviyesine çıkacağını böylelikle 98 birimlik bir malın tekrardan 100 birim değerine kavuşacağına inanılacaktır.

Bu durumun gerçekleşmesi halinde, malı bugünden alma yoluna gidebilir ve fiyatlar tekrar yükseldiğinde satma yoluyla 2 birimlik kar elde etmek mümkün hale gelebilir. Bu durumda herkes malı satın almak isteyerek seviyeyi tekrardan 100 birime çıkartacaktır. Fiyat tekrar 100 birime çıktığında ise malı bugün alıp ertesi gün satmanın hiçbir getirisi olmayacaktır. Fiyat seviyesi de 100 birim olduğunda dengeye dönülmüş olacaktır. İşte bu yüzden fiyat seviyesi hedefi, market güçlerince yapılacak hiçbir müdahaleye ihtiyaç duymadan sürme eğilimi gösterecektir. Fiyat seviyesi hedeflemesinin kendini yeniden düzenleme özelliği, yüksek güvenilirlik sağlayacağından ve fiyatlardaki değişimin tahmin edilebilir olmasından dolayı büyük bir sorun olmayacaktır. Eğer ekonomide önemli oranlarda nominal katılıklar (rigidities) mevcutsa ve bu nedenle, fiyat seviyesi hedeflemesi kısa dönem üretime ilişkin daha büyük bir istikrarsızlığa sahipse böyle bir durumda kısa dönem fiyat seviyesi istikrarsızlığı daha düşük olacaktır (Lilico, 2000: 3).

3.5. Fiyat Seviyesi Hedeflemesinin Geriye Dönük Bakışlılığı

Merkez bankaları enflasyon hedefini takip ederken, faaliyetlerini gelecek enflasyon tahminleri üzerine dayandırır. Ancak gelecekteki enflasyonun tahmin edilmesi bazı durumlarda enflasyon oranı istikrarsızlığına neden olabilir. Enflasyon para politikası araçlarına uzun ve değişken gecikmelerle ve değişken büyüklüklerle cevap verir. Merkez bankası enflasyonu bir yada iki yıl ileride kontrol etmeye girişerekten ileriye dönük bir perspektife sahiptir. Dolayısıyla makro değişkenlere ilişkin tahminler merkezi bir önem kazanır ve enflasyon hedeflemesi enflasyon tahmini hedeflemesi halini

alır (Svensson, 1997/98:4). Fiyat seviyesi hedeflemesi geçmiş dönemlere ait enflasyon rakamlarını kullanarak (geçmiş enflasyonu kullandığı için) bu savunmasızlığı (enflasyon istikrarsızlığını) önler. Enflasyon hedeflemesi politikası gelecek dönem enflasyon tahminlerine dayandığı için enflasyon oranı istikrarsızlığına neden olabilmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde geçmiş enflasyon başarısızlıkları gelecek politika faaliyetlerini etkilememektedir. Fiyat seviyesi hedeflemesi, geriye dönük bakışlığından dolayı enflasyon oranı istikrarsızlığının önüne geçmektedir. Bu nedenle eğer her bir yıla ait hedef enflasyon oranı ise merkez bankasından önceki yıllardaki hedefine ulaşmadaki başarısızlığını telafi etmesi talep edilmez. Böyle bir durumda ortaya çıkacak olan taban kaymasıdır (Carlstrom and Fuerst, 2002:3).

Bu şu anlama gelmektedir; fiyat seviyesi hedeflemesinde para otoritesi fiyat seviyesini eski izlere bakarak elde edeceğinden dolayı geçmiş başarısızlıklar, gelecek politika faaliyetlerini etkileyecektir. Para otoritesi fiyatları geriye çekmek için yarımın enflasyon artışlarına bugünün fon faiz oranlarını artırarak cevap vermek zorunda kalacaktır. Uzun dönemli fiyat seviyesi hedefinde ise (bir çok yılı kapsayan) bu taban kayması olmayacaktır. Bu da, uzun dönem fiyat seviyesinin (dolayısıyla uzun dönem enflasyon oranının), fiyat seviyesi hedeflemesi altında, enflasyon hedeflemesi altında olduğundan daha belirgin olduğu anlamına gelmektedir (Lilico, 2000:4).

3.6. Zaman Tutarsızlığı

Para otoritesi, üretim büyümesi ve istihdamın artması amacına yönelik olarak, tek seferlik parasal bir uyarıcı yaratma eğilimindedir. Kısa vadede daha yüksek büyüme ve daha az işsizlik amacına yönelik olarak uygulanan genişleyeci para politikası, uzun dönemde ekonomik birimlerin ücretlerini ve fiyat

beklejšlerini yukarıya doğru ayarlayacağından dolayı politikacıları bu politikayı uygulamaya teşvik edecektir. Bununla birlikte genişlemeci parasal politikalar, ekonomi için olumsuz sonuçlarıyla uzun vadede yüksek enflasyona yol açacaktır. Zaman tutarsızlığı sorunu; ekonomik birimlerin ileriye dönük davranışları için, uzun dönemde kötü sonuçlar doğurmasına rağmen, politikacıların (politik ün ve yeniden seçilme kaygısı nedeni ile) kısa dönemli amaçlara (üretim ve istihdam artışı) yönelme zorunluluğunu hissetmelerinden kaynaklanmaktadır (Mishkin ve Posen, 1997:11).

Para otoritesinin enflasyon yaratmaya dair hiç bir niyeti olmasa dahi enflasyonist beklentilerden (zaman tutarsızlığı) dolayı sisteme enflasyonist bir eğilim yerleşir. Kamu, para otoritesinin bu eğilimini anladığı için, uzun dönemli enflasyona yol açacak bir tepkide bulunur. Fiyat seviyesi hedefi, zaman tutarsızlığı sorununun çözümü için, para otoritesinin geçmiş hatalarının düzeltmesini gerekli kılar. Para otoritesinin ekonomiyi düşük bir miktarda enflasyon ile uyarma konusunda hiçbir eğilimi yoktur, çünkü böyle bir durumda, para otoritesi fiyat seviyesini hedef seviyeye azaltarak geri getirmek zorunda kalacaktır. Dolayısıyla, bir fiyat seviyesi hedefi, bir enflasyon hedefinden daha güvenilir olacaktır. Fiyat seviyesi hedeflemesinin uzun dönemli taahhüdü içermesi dolayısıyla, zaman tutarsızlığı sorunundan etkilenmemektedir (Federal Reserve Bank of Saint Louis, 1995:1-2).

4. Sonuç

Fiyat seviyesi hedeflemesi iki sebepten ötürü merkez bankasının etki alanı içinde uygulanabilir bir fikir olarak düşünülmemektedir. Birincisi, fiyat seviyesi hedeflemesinin artan üretim değışkenliği ile ilgili olduğunu söyleyen köklü geleneksel görüştür. Bu görüşe göre, merkez bankası fiyat seviyesi hedeflemesinin kayıplarını telafi etmek zorunda olduğu için, fiyat seviyesi hedeflemesi para politikasını daha oynak (geçici – kısa süreli – devamsız) yapar. Zayıf fiyatlarla birlikte para politikasının idaresindeki

daha büyük oynaklık (volatilite) daha yüksek üretim değışkenliğine yol açar. İkincisi, merkez bankası otoriteleri mali piyasalardaki istikrarsızlıktan çekinmektedirler. Fiyat seviyesi hedeflemesi, deflasyonun uzun süreli kriz olasılığından dolayı, mali istikrarsızlık yaratma potansiyeline sahiptir. Buna göre, deflasyonun mali istikrarsızlığı teşvik ederek ahlaki risk ve tersi seçim problemlerini şiddetlendirmek suretiyle firmaların mali tablolarına zarar verdiği düşünülmektedir (Guenderand Oh, 2005: 3).

Fiyat seviyesi hedeflemesi ise şu nedenlerden ötürü enflasyon hedefli politikaya tercih edilmektedir:

Fiyat seviyesi hedeflemesinin en önemli faydası, uzun vadeli enflasyon hakkında daha çok belirlilik sağlamasıdır, ki bu da uygulanabilir projelerle ilgili daha büyük yatırımlara ilişkin bir görüş sahası ve dolayısıyla ekonominin daha fazla büyümesi anlamına gelir. Uzun dönem fiyat seviyesindeki bu daha büyük miktardaki belirlilik, kısa dönem fiyatlarındaki ya da kısa dönem üretimdeki daha büyük dalgalanmalar gibi bir maliyetle beraber gelir. Bununla birlikte, fiyat seviyesi hedeflemesi kendi kendini düzenleyebilme gibi bir yeteneğe sahip olduğu için, kısa dönem fiyatlarındaki dalgalanmanın kaynağı piyasa güçleri olacaktır, o yüzden çok hırpalayıcı değildir. Nominal katılıkların daha büyük olması halinde üretimdeki kısa dönem değışkenliği de daha büyük olacaktır. Ancak bu türden katılıkların varolması durumunda da fiyat seviyesi hedeflemesi oluşabilecek deflasyonist sıkıntılardan kaçış imkanı sağladığı için tercih edilebilirdir.

Enflasyonun ortalama oranı, uzun bir eğri üzerinde, fiyat seviyesi hedeflemesinin altında oldukça iyi bir şekilde tahmin edilebilir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde ise enflasyonun ortalama oranı daha az kesinliğe sahiptir. Fiyat seviyesi hedeflemesinin savunucuları, fiyat seviyesinin sahip olduğu daha fazla belirliliğin uzun vadede bir avantaj oluşturduğuna işaret ederler. Gelecekteki enflasyon hedefine ilişkin

fiyat seviyesi ile ilgili belirsizlik, zaman eğrisi büyüdükçe artar. Bunun aksine, fiyat seviyesi hedefi ile ilgili belirsizlik seviyesi, uzun dönem eğrilerinde dahi sabittir.

Fiyat seviyesi hedeflemesinin uzun dönemli taahhüdü içermesi dolayısıyla, zaman tutarsızlığı sorunundan etkilenmemektedir. Fiyat seviyesi hedefi, zaman tutarsızlığı sorununun çözümü için, para otoritesinin geçmiş hatalarının düzeltilmesini gerekli kılar. Para otoritesinin ekonomiyi düşük bir miktarda enflasyon ile uyarma konusunda hiçbir eğilimi olmayacaktır; çünkü bu tür bir davranış para otoritesini fiyat seviyesini hedef seviyeye zaman içinde azaltarak geri getirmek zorunda bırakacaktır. Dolayısıyla, bir fiyat seviyesi hedefi, bir enflasyon hedefinden daha güvenilir olacaktır (Federal Reserve Bank of Saint Louis, 1995: 2).

Kaynaklar

- Bernanke, Ben., Mishkin, Frederic S. (1997): "Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, Issue 2.
- Carlstrom Charles T., Fuerst, Timothy S.: "Monetary Policy Rules and Stability: Inflation Targeting Versus Price Level Targeting", *Federal Reserve Bank of Cleveland*, February 15, 2002 p.3
- Cukierman, Alex (1995): "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe", *Paper Presented at the Conference on European Monetary Policy*, November, 30 and December 1", Frankfurt Germany.
- Enzo, Croce., Mohsin, Khan S. (2000): "Monetary Regimes and Inflation Targeting" *Finance&Development*, Vol.37, Issue 3, September Washington. (çevrimiçi): help/display.html
- Federal Reserve Bank Of Saint Louis, (1995): "Price Level vs. Inflation Targeting Review", Vol.77, Issue 5, September / October .
- Fisher Stanley (1996): "Maintining PriceStability" *Finance&Development* December p. 35-36
- Flood, Robert P., Mussa, Michael (1994): "Issues Concerning Nominal Anchor for Monetary Policy", IMF Research Department, Washington DC., May.
- Guender Alfred.V., Do Yoon Oh (2005): "Price Stability Through Price Targeting or Inflation Targeting? A Tale of Two Experiments", [www.econ.canterbury.ac.nz/downloads/finalVersionPTL Revised september 23 2005](http://www.econ.canterbury.ac.nz/downloads/finalVersionPTL_Revised_september_23_2005)
- Kennedy, Mike (2000) : "Issues Concerning Inflation Targeting", *Inflation Targeting Experiences TCMB 2000 Books*.
- Lilico, Andrew (2000): "Price Level Targeting-The Next Objective for Monetary Policy?", *Economic Affairs*, Vol. 20, Issue 2 June.
- Maclean Dinah., Pioro, Hope.: "Price Level Targeting The Role of Credibility" [www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000 maclean-finalpdf](http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/maclean-finalpdf)
- Masson, Paul R., Savastano Miguel A., Sharma, Sunil (1998): "Can Inflation Targeting Be A Framework For Monetary Policy In Developing Countries?", *Finance and Development*, March.
- Mishkin, Frederic S., Posen, Adam S. (1997): "Inflation Targeting: Lessons From Four Countries", *Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York)*, Vol.3, Issue 3, August.
- Sevensson, Lars E.O. (1999): "Price Stability as a Target for Monetary Policy; Defining and Maintaining Price Stability", *NBER Working Paper*.
- Svensson Lars E. O. (1996): "Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?", *NBER Working Paper Series: 5719*, August
- Svensson Lars E. O. (1998): "Monetary Policy and Inflation Targeting", *NBER Reporter* Winter 97/98
- Wagner, Helmut (2000): "Controlling Inflation in Transation Economies: The Relevance of Central Bank Independence and the Right Nominal Anchor", *Atlantic Economic Journal*, Vol.28, Issue 1, March.
- (Çevrimiçi) <http://proquest.umi>

