

ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE ALTERNATİF PARA POLİTİKASI HEDEFLEMELERİNE GÖRE DEĞERLENDİRİLMESİ

Arş. Gör. Harun UÇAK
Çukurova Üniversitesi
İİBF, İktisat Bölümü

ÖZET

İlk defa olarak 1990 yılında Yeni Zelanda da uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi para politikası, daha sonraki yıllarda birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Türkiye’de ise 1990’lı yılların sonlarında gündeme gelen enflasyon hedeflemesinin, çeyrek yüzyıldır yüksek enflasyonun yaşandığı ülkemizde uygulanabilir bir para politikası olup olmadığı tartışılmaya devam edilmektedir. Bu makalede enflasyon hedeflemesinin kavramsal çerçevesi, önkoşulları ve uygulanma dönemindeki stratejik özelliklerine yer verilmektedir. Enflasyon hedeflemesinin dünyada uygulanan diğer para politikası hedeflemeleri ile karşılaştırılarak, olumlu ve olumsuz yönleri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon, fiyat istikrarı, enflasyon hedeflemesi, para politikası rejimleri

ABSTRACT

As a monetary policy, inflation targeting has firstly been implemented by New Zealand Central Bank in 1990 and since then has been adopted in many countries. Inflation targeting had put on the agenda at the end of the 1990’s in Turkey, and has still been under discussion whether it is applicable as a monetary policy. In this paper, , the theoretical framework of inflation targeting, its preconditions and strategical features are studied. Inflation targeting has been compared with other monetary policy targets that has been practiced in the world, and has tried to determine advantages and disadvantages sides.

Key Words: Inflation, price stability, inflation targeting, monetary policy regimes

DİGİRİŞ

Dünyada, 1990’larda para politikası teorisi ve uygulamasındaki en önemli gelişmelerden birisi de enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanan para politikasıdır. (Friedman, 2002: 3). İlk defa 1990 yılında Yeni Zelanda’da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi, daha sonra birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından uygulanmaya başlanmıştır. İngiltere Merkez Bankasının yaptığı 91 ülkeyi kapsayan araştırmanın sonuçlarına göre, araştırılan ülkelerden 57’si bir enflasyon hedefi öngörmektedir. Fakat enflasyon hedeflemesi para politikası için yeterli bir koşul değildir⁸. Aynı çalışmada, enflasyon hedeflemesi para politikasına sahip ülke sayısı

⁸ Belirtilen araştırma İngiltere Merkez Bankasının Ağustos 1999 yılında yayınladığı üçer aylık bültende yer almaktadır. Enflasyon hedeflemesi para politikasına sahip

18 olarak belirtilmektedir. İngiltere Merkez Bankasının yaptığı bu çalışmada, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin en önemli ayırt edici özelliği, bu ülkelerin para politikasında enflasyon hedefini öncelikli hedef olarak belirlemeleri olmuştur.

Mishkin ve Hebbel (2001) hesaplamalarına göre enflasyon hedeflemesini uygulamış veya uygulamakta olan ülke sayısı 19 olarak bulunmuştur. Bu sayıya, bu politikayı uygulamış olan ve daha sonra Avrupa Para Sistemine dahil olan İspanya ve Finlandiya da dahildir. Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası (ECB, European Central Bank) kendini enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan bir konumda tanımlamaz iken, Maastricht Antlaşması fiyat istikrarını ECB'nin temel amacı olarak belirlemiş ve enflasyon için kesin sayısal bir hedef belirlemiştir (Meyer, 2002: 150).

II) ENFLASYON HEDEFLEMESİ NEDİR?

Mishkin ve Posen (1997)'e göre enflasyon hedeflemesi birkaç unsuru içinde barındırmaktadır.

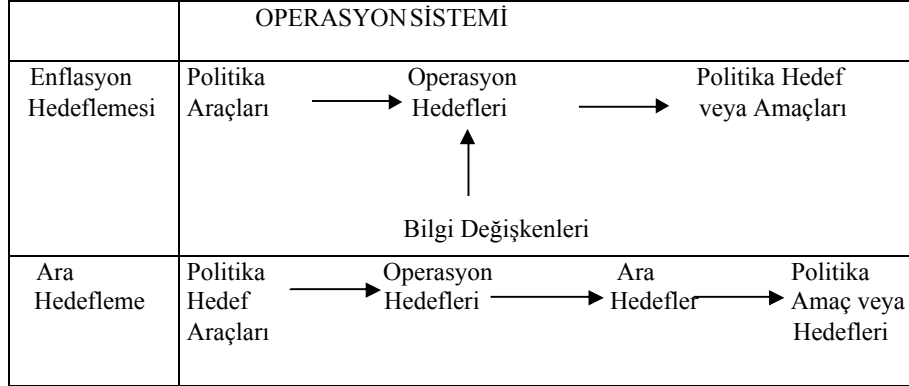
- Orta vadeli enflasyon hedefinin kamuoyuna açıklanması,
- Fiyat istikrarının uzun vadede para politikasının temel aracı olarak kamuoyuna açıklanması,
- Para arzının artışı gibi ara hedeflerin rolünün azaltılması,
- Para politikasının şeffaflığının toplum ve piyasalara daha fazla bilgi paylaşılması yoluyla artırılması ve para politikası belirleyicilerinin plan ve hedeflerinin kamuoyuna açıklanması,
- Merkez bankasının nihai hedefe ulaşmak için güvenilirliğinin artırılmasıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, nihai hedefe ulaşmak için iki farklı yöntem uygulanmaktadır. Politikanın yürütülmesi Tablo 1'deki gösterilmiştir. Birinci yöntem, enflasyonun doğrudan hedeflenmesidir. Bu yöntemde, merkez bankası orta vadeli para politikasının işlemesi için, çıpa olarak bir enflasyon oranı hedefler. İkinci yöntemde 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: 4). Para politikası araçlarından yararlanılarak nihai değişkenler için belirlenmiş hedeflere doğrudan ulaşılacağı, 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: 22). Literatürde, iki aşamalı bir politika süreciyle nihai hedefe ulaşılacağı yer almaktadır. Oh (2002)'nin özetlediği bu iki aşamalı süreç Tablo 1'de gösterilmektedir.

ülkeler kıstasında, incelenen ülkelerin merkez bankalarının para politikalarındaki öncelikli hedefleri dikkate alınmıştır ve 18 ülkenin merkez bankasının enflasyon hedeflemesi para politikası rejimini uyguladıkları sonucu bulunmuştur.

Aktan ve diğerleri (1998), para politikası uygulama sürecinde ara hedeflerin iki önemli role sahip olduğunu belirtmiştir. Birincisi, ara hedefler politika araçlarının makro ekonomik hedefler üzerinde arzu edilen etkilerin yaratılıp yaratılmadığı konusunda merkez bankasına bilgi sağlar. İkincisi, ara hedefler para politikası uygulamalarının yani para politikası araçlarındaki değişimin ekonomi üzerinde “daraltıcı etkiler mi” yoksa “genişletici etkiler mi” yarattığı konusunda bilgi sağlar.

Tablo 1. Enflasyon Hedeflemesi ve Ara Hedefleme



Kaynak: OH, Junggun (2002): “Inflation Targeting: The Korean Experiences and Issues”, The Bank of Korea, Seoul.

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

Günümüzde çok sayıda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin merkez bankaları, operasyonel hedef büyüklük olarak kısa vadeli faiz oranlarını tercih etmektedir (Paya, 2002: 158). Faiz oranlarına ekonomide ara ve operasyonel hedef olarak rol verilmesi için para politikaları tarafından etkileniyor olması gerekmektedir. Faiz oranlarının ara hedef olarak alınmasında harcamalar ile faiz oranları arasında güçlü bir ilişkinin olduğu ve faiz oranları etkilenecek harcamaların etkilenebileceği varsayımı önemli bir etkidir. Tablo 1’de, merkez bankasının faiz oranını araç değişken olarak kullanmaya karar vermesi halinde, faiz oranı için hangi düzeyin uygun olacağı gibi bir sorun ortaya çıktığı görülmektedir. Burada, enflasyon hedefi ile aynı oranda veya ona yakın bir faiz oranının ara hedef olarak seçilmesi uygun olabilir. Bu ilişkiyi açıklayan, kısa dönemli faiz oranlarının kullanıldığı Taylor denklemi para politikasında yaygın olarak kullanılmaktadır. Taylor denklemini inceleyecek olursak,

$$r = r^* + a(y - y^*) + b(\pi - \pi^*)$$

Bu denklemde, r nominal kısa dönem faiz oranını, r^* enflasyon hedefi ile uyumlu tahmini nominal denge faiz oranını, y çıktıyı, y^* ise tam istihdam çıktı düzeyini göstermektedir. Denklemde ayrıca, π enflasyonu, π^* enflasyon hedefini, a ve b çıktı ve enflasyon ile ilgili katsayıları göstermektedir. Blejer (2002), a katsayısının sıfıra eşit veya sıfırdan büyük olması gerektiğini ve genellikle sıfır ve 0,5 arasında değiştiğini; b katsayısının sıfırdan büyük olması gerektiğini ve genellikle 1,5 ve 2 arasında değiştiğini belirtmektedir. Böylece, kısa dönemli faiz oranları önemli derecede, enflasyonun hedeflenen enflasyondan sapmasına bağlı hareket etmektedir. Eğer ekonomiyi, açık bir ekonomi olarak düşünürsek, bu denkleme cari işlemler dengesi değişkeni de katılabilmektedir. Taylor denkleminin yönelik eleştiriler de bulunmaktadır. Bunların en önemlisi, Taylor denkleminde anahtar elemanın enflasyon hedefiyle, gerçekleşen enflasyon arasındaki sapma olarak düşünüldüğünde, bu yaklaşımın zayıf yönünün denklem dışında tutulmuş değişkenlerde meydana gelebilecek değişimlere bir tepkisi olmamasıdır⁹.

Kesriyeli (1998), gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmaların, bir para politikası aracı olarak kısa dönemli faiz oranlarının enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasıyla birlikte kullanılması durumunda, fiyat istikrarını sağlamada ve istikrarlı bir üretim düzeyinin oluşturulmasında diğer para politikaları araçlarından (para arzı, döviz kuru gibi) daha etkili olduğunu gösterdiğini belirtmektedir. Ancak, bir para politikası aracı olarak kısa dönemli faiz oranının, yüksek ve kronik enflasyona sahip Türkiye’de enflasyonun düşürülmesinde ve fiyat istikrarının sağlanmasında tek başına yeterince etkili olması beklenmediğini belirtmiştir.

Ara hedef, nihai hedef ile para politikası arasında yer alan, nihai hedef ile korelasyonu bulunan ve para politikası ile etkilenen, para arzı, döviz kuru, faiz oranı gibi nominal değişkenlerden birisinin değerinin dışsal olarak belirlenmesidir (Patinkin, 1993:112). Aktan ve diğerleri (1998), ara hedef olarak seçilecek değişkenlerin sahip olmasının gereken özellikleri şu şekilde belirtmiştir:

- Ara hedefler olarak seçilecek olan değişken “yansıma mekanizması” açısından önemli bir değişken olmalıdır.
- Ara hedefle ilgili olarak sık ve doğru bilgi sağlanabilmeli, dolayısıyla ara hedef para politikası uygulama sürecinde kolay biçimde izlenebilen bir değişken olmalıdır.

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

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

⁹ Kamu kesimi borçlanma gereksinimi gibi faiz oranları üzerinde etkisi olabilecek faktörlerin denkleme dahil edilmemiş olmasının, denklemin eksik yönünü oluşturduğu kabul edilmektedir.

π enflasyonu, π^* enflasyon hedefini, y çıktıyı, y^* potansiyel çıktıyı, δ indirgeme faktörünü E_t , t zamanında, merkez bankası bilgisine bağlı olarak, ekonominin durumunu 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 (1996), benzer bir amaç fonksiyonuna sahip politika belirleyicisini “enflasyon delisi”(inflation nutter) olarak tanımlamaktadır. ($\lambda > 0$) olması durumu 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.

III) ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNKOŞULLARI

Mishkin ve Posen (1997)'deki özellikler dahil edilerek, enflasyon hedeflemesinin başarı ile uygulanabilmesi için üç önemli koşulun varlığından söz etmektedirler. Birincisi, para otoritesinin fiyat istikrarını nihai hedef olarak seçip bu konuya odaklanması, ikincisi bağımsız bir merkez bankasının olması, üçüncüsü de gelişmiş mali piyasaların olmasıdır.

1) Nihai Hedef

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması için önemli koşullardan birisi, merkez bankasının yalnızca fiyat istikrarını sağlamaya odaklanması ve bunun dışında kalan kur politikası, istihdam, büyüme seviyesi gibi başka hedefleri eş zamanlı gerçekleştirmeye çalışmaması önemli bir koşuldur. Fakat, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, belli bir büyüme oranının garanti altına alınması ve belli bir döviz kurunun tutturulması, istihdam düzeyi, ücretlerin genel seviyesi, mali piyasaların istikrarı ya da uluslararası ticarete rekabetin artırılması gibi birden fazla hedefin ön planda yer alması; fiyat istikrarının para politikasının asıl hedefi olarak görülmesi konusunda tartışmalara neden olmaktadır. Bununla birlikte, birçok gelişmekte olan ülke fiyat istikrarının temel amaç olduğunu yasalarında belirtmektedirler. Fakat, geçmişte yaşanan uygulamalardaki başarısızlıklar nihai hedefin belirtilmesinden daha fazla enflasyon hedeflemesi üzerinde etkisi bulunmaktadır (Mishkin, 2004:11). Dolayısıyla nihai hedefin belirtilmesi önemli olmakla birlikte, bunun kamuoyuna kabul ettirilmesi daha fazla önem taşımaktadır.

Enflasyon hedefinin başarıya ulaşmasında fiyat istikrarına yeterli güvenin sağlanması çok büyük önem taşırken, bu programı başarı ile uygulayan ülkelerde, fiyat istikrarı ile ilişkisi olan hedeflere ulaşıldığı görülmektedir. Fiyat istikrarının sağlanması, uzun vadede istihdamın artmasına da yardımcı olmasına rağmen, kısa vadede bu iki hedef arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığından bahsedilebilir.¹⁰

¹⁰ Dornbush (1998), yapılan ampirik çalışmalar sonucunda enflasyonla işsizlik arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu fakat uzun dönemde enflasyonla işsizlik arasında

2) Merkez Bankası Bağımsızlığı

Merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili yapılan çalışmalar literatürde geniş yer tutmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalar da merkez bankası bağımsızlığı ve enflasyon oranı arasında, özellikle gelişmiş ülkelerde ters yönlü belirgin bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bu çalışmalara, Grilli, Masciandro ve Tabellini (1991), Alesina ve Summers (1993), Cuikerman, Webb ve Neyaptı (1992)'nin yaptıkları çalışmalar örnek gösterilebilir.

Merkez bankası bağımsızlığı ile ilgili literatürde, bağımsızlık, fiyat istikrarı yönünde güvenilirlik sağlamak yoluyla enflasyonu düşürmekte yardımcı olabilecek kurumsal bir özellik olarak tanımlanmaktadır. Oktar (1996), merkez bankası bağımsızlığını şöyle tanımlamıştır: Merkez bankası bağımsızlığı, 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.

Enflasyon hedeflemesi açısından merkez bankası bağımsızlığının tamamlayıcı bir unsur olduğunu belirtmek gerekir. Uygur (2001)'e göre, mali açıkların olduğu ve borç stokunun yükseldiği bir ekonomide, tümüyle bağımsız, taviz vermeyen ve katı bir merkez bankası olsa bile, fiyat istikrarı olmayabilir, enflasyon yükselebilir.

3) Gelişmiş Mali Piyasalar ve Mali İstikrar

Mishkin ve Posen (1997), enflasyon hedeflemesi para politikasının uygulanabilmesi için gerekli olan başka bir önkoşul olarak güçlü bir mali sistemin gerekliliğini belirtmiştir. Bernanke ve Mihov (1999), günümüzde merkez bankalarının, fiyat istikrarı ile mali istikrar amaçlarını birbirlerini karşılıklı tamamlayan araçlar olarak değerlendirilmesi gerektiğini ileri sürmüştür.

Mali piyasaların yeterince gelişmemiş olması mali baskınlık durumunu da ortaya çıkarabilir. Mali baskınlık, aşırı borçlanmış bir devletin sahip olduğu gelir imkanlarıyla yetinememesi, bu nedenle mali piyasalara girerek burada hissedilir bir baskı yaratmasıdır (Paya, 2002: 171).

Mali istikrar, para politikasının mali sektörlerden kaynaklanan sorunların enflasyon hedefini olumsuz etkilememesi için önemlidir. Burada mali istikrar, krizlerden en az düzeyde etkilenecek, örneğin düşük risk priminin olduğu bir mali sistemdir. Mali sistem, para politikasının güvenilirliğini destekler ve bu suretle enflasyon hedefi için enflasyon beklentileri çıpasına yardımcı olmaktadır (Carare ve diğerleri, 2002: 15).

Enflasyon hedeflemesi para politikasını uygulayan bir merkez bankasının karşılaştacağı iki muhtemel sorun mali piyasaların istikrarlı olmasıyla ortadan

bir değiş tokuş olmadığını belirtmektedir. Enflasyonla işsizlik arasındaki değiş tokuş Phillips eğrisi ile açıklanmış ve kısa dönemde kararlı olmadığı ile ilgili bulgular elde edilmiştir. Enflasyonla ilgili beklentiler değiştikçe, Phillips eğrisinin yer değiştirdiği ve dolayısıyla uzun dönemde enflasyonla işsizlik arasında önemli bir değiş tokuş olmadığı sonucuna varılmıştır.

kaldırılabilir. Birinci sorun, parasal etkilerden meydana gelen sorunlar olması durumunda, merkez bankası bu sorunları tek başına sterilize edemeyebilir. Mali kurumların büyük miktarlardaki emanetleri (bailouts) bu sorunları ortadan kaldırmada önemli bir fonksiyonu olacak ve böylece enflasyona karşı bir baskı oluşturulabilir (Carare ve diğerleri, 2002: 14). Merkez bankalarının söz konusu varlıkların arzını kontrol edebilmelerini, ekonomideki para ve kredi hacminde çok daha geniş bir kontrol alanına sahip olmaları sağlamaktadır. Para ve kredi hacmi üzerindeki kontrolün kullanılması ile şekillenen para politikasının, ekonominin işleyişi açısından oldukça güçlü etkileri bulunmaktadır (Telatar, 2002: 5). İkinci sorun, yeterli dayanıklılığa sahip olmayan önemli mali kurum ve piyasaların varlığını sistematik bir şekilde tehdit eden parasal durumlar olabilir (Carare ve diğerleri, 2002: 14). Bu parasal durumlara örnek olarak, faiz oranlarında bir yükseliş meydana geldiği durumda, enflasyon hedefi politikasını izleyen bir merkez bankası baskı altında kalabilir. Dolayısıyla, mali sektörde ortaya çıkan likidite krizleri, merkez bankasını, borç veren son merci işlevini yerine getirmek amacıyla, en azından geçici olarak, fiyat istikrarı amacına verdiği öncelikten vazgeçme durumunda bırakmaktadır (Telatar, 2002: 14). Mali piyasaların istikrarlı olmasıyla merkez bankasının yükü hafifleyecektir.

Fiyat istikrarı ile mali istikrarın aslında birbirini etkileyen koşullar olduğunu söyleyebiliriz. Biri olmadan diğ erinin olması zorlaşmaktadır. Güçlü bir mali sistemin bulunmaması nedeniyle ekonomi mali krizlere karşı daha açık ve savunmasız hale gelmekte, yaşanan krizler sonrasında hem enflasyon tekrar yükselmekte, hem de reel ekonomik aktivitede çok ciddi daralmalar yaşanmaktadır.

Cechetti ve diğerleri (2002), etkin bir enflasyon hedeflemesi için parasal ve mali politikaların kesinlikle birbirleriyle tutarlı olması gerektiğini belirtmiştir. Mali açıkların olduğu ve borç stokunun yükseldiği bir ekonomide, tümüyle bağımsız, taviz vermeyen katı bir merkez bankası olsa bile, fiyat istikrarı olmayabilir ve enflasyon yükselebilir. Merkez bankası tek başına fiyat istikrarını sağlamaya çalışmamalıdır. Fiyat istikrarını yalnızca merkez bankası politikası ve bağımsızlığı ile sağlamaya çalışan bir ülke bu konuda başarısız olabilir, enflasyonda dalgalanmalar yaratabilir ve hatta enflasyonun yükselmesine neden olabilir (Uygur, 2001:16).

IV) DİĞ ER STRATEJİK ÖZELLİKLER

1) Güvenilirlik

Para politikası belirleyicilerinin güvenilirliğinin artırılmasının, uygulanması düşünülen politikaların başarısında önemli bir rol oynayacağı olgusu gerek akademisyenler, gerekse merkez bankacılar tarafından yaygın olarak kabul edilmektedir. Blinder (1999), merkez bankasının güvenilirliği ile ilgili olarak geniş çaplı bir araştırma yapmıştır. Bu çalışmada, merkez bankalarına ve akademisyenlere güvenilirliğin niçin önemli olduğu ile ilgili anket yapılmıştır. Anket sonucunun değerlendirilmesi Tablo 2’de sunulmaktadır.¹¹

¹¹ Tablo 2’ de merkez bankasının güvenilirliğinin önemli olmasında 7 tane neden ileri sürülmektedir. Merkez bankaları ve akademisyenlere, Tablo 2’deki

Tablo 2’de 84 Merkez Bankası Başkanı ve 53 akademisyeni kapsayan anket sonuçları yer almaktadır. Blinder (1999)’in anket sonucunda bulduğu üç farklı değer vardır. Birinci sütundaki değerler, merkez bankası görevlileri ve akademisyenlerin vermiş olduğu değerlerin ortalamasıdır. Tablodan da görüldüğü gibi, merkez bankası görevlilerinin verdiği sütundaki değerlerin genel ortalamaları akademisyenlere göre daha fazladır. İkinci sütundaki değerler, merkez bankası görevlileri ve akademisyenlerin cevap dağılımlarıdır. Son olarak üçüncü sütunda değerler, puanlama sonucunda güvenilirliğin önemli olması ile ilgili önem sıralamasını göstermektedir.

Tablo 2’i incelendiğinde, güvenilirliğin, enflasyonu düşürmede çok önemli rolünün olduğu gerek merkez bankası görevlileri gerekse akademisyenler tarafından kabul gördüğü anlaşılmaktadır. Tablo 2’deki 7 neden sıralandığında, birinci sırada “enflasyonu düşük tutmak”, ikinci sırada ise “enflasyonu düşürmek daha az maliyetlidir” cevapları yer almaktadır. Hem merkez bankası görevlileri hem de akademisyenler için yapılan değerlendirilmede sadece bu iki durumun önemlilik derecesi aynıdır. Diğer bir ifadeyle, en fazla görüş birliğine varılan konu, güvenilirliği yüksek bir merkez bankasının enflasyonu, daha düşük bir sosyal maliyetle azaltacağıdır. Tablo 2’de görüldüğü gibi diğer yanıtlar arasında farklılık bulunmaktadır.

Tablo 2. Güvenilirliğin Önemli Olmasının Sebepleri

Anket Sorusu	Metod	Merkez Bankaları			Akademisyenler		
		Sıralama			Sıralama		
	Enflasyonu düşürmek daha az maliyetli olduğu için	4.13	.78	2	3.83	1.12	2
	Enflasyonu düşük düzeyde tutmak için	4.39	.60	1	4.17	.83	1
	Taktik değişikliği için	4.38	.54	5	3.97	1.03	3
	En son ödünç veren merci konumunu koruması için	4.12	.77	6	3.74	1.07	4

nedenlerin merkez bankasının güvenilirliğinin nedenleri olup olmayacağı ile ilgili sorular sorulmuştur. Verilen cevaplar sonucunda 5 ölçüm derecesi hesaplanmıştır. Akademisyenler ve merkez bankası görevlilerinin nedenlerle ilgili fikirlerine verilen puanlar, 1=Kesinlikle aynı fikirde değilim, 2= Aynı fikirde değilim, 3= Bir fikrim yok, 4=Aynı fikirdeyim, 5=Tamamen aynı fikirdeyim şeklindedir.

	Paranın değerini korumak için	4.29	.70	3	3.47	1.04	5
	Kamu hizmetlerinin gerçeğe uygun olması için	4.00	.84	7	3.30	1.07	6
	Merkez Bankası bağımsızlığının desteklenmesi için	4.34	.75	4	3.19	1.00	7

Kaynak: Blinder, Alan S.: “Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Built It?”, NBER Working Paper, No.7161, June 1999, p.7

Blinder (1999), “güvenilirlik hipotezi” olarak adlandırılan hipotezin, geleneksel beklentilerin oluşturduğu Phillips eğrisinde özetlenebilecek bazı olası ekonomik teoriler tarafından desteklendiğini belirtmiştir. Beklentilerin oluşturduğu Phillips eğrisi aşağıdaki denklemde gösterilmiştir.

$$\pi_t = \pi_t^e - \beta(u_t - u_t^*) + \gamma z_t + \varepsilon_t$$

Burada π enflasyonu, π^e beklenen enflasyonu, $u - u^*$ mutlak ve doğal işsizlik oranı arasındaki farkı, z arz şoku değişkenlerini ve ε hata terimini göstermektedir. Güvenilirliği yüksek olan bir enflasyon ilanı, π^e yi ani bir şekilde düşürecek, π nin yüksek bir işsizlik periyodu olmadan düşmesine imkan sağlayacaktır. Bununla birlikte para politikasının doğru bir şekilde kullanılması, ekonomik birimlerin kararlarını alırken gelecekte fiyat düzeyinin ne olacağını bilmelerini sağlayacak şekilde istikrarlı bir ortam yaratarak, dolaylı olarak reel değişkenleri de etkileyecektir.

Fraga ve diğerleri (2003), güvenilirliği elde etmenin zaman alacağının da göz önünde bulundurulması gerektiğini belirtmişlerdir. Bu geçiş sürecinde, merkez bankasının müdahalelerinin enflasyon hedeflemesi ile tutarlı olması gerekmektedir. Ayrıca merkez bankasının yapacağı müdahalelere tam olarak güvenmeyen iktisadi karar birimleri de göz önünde bulundurulmalıdır. Açık bir enflasyon hedefi ile, enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliği, özel sektör enflasyon beklentileri ve enflasyon hedefi arasındaki yakınlık derecesi olarak ölçülebilir (Svensson, 2003:9)

2) Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık

Para politikası için hedef belirlemenin bir diğer faydası da, merkez bankasının somut olarak gözlemlenebilmesi ve işlevlerinden dolayı sorumlu tutulabilmesidir. Merkez bankası, ulaşacağı hedefleri ilan etmekle, kendisi dışındaki çevrelere, bu hedeflerin doğru olup olmadığını tartışma ve daha sonra merkez bankasının amaçlarında başarılı olup olmadığını değerlendirme olanağı sağlar (Dornbush ve Fischer, 1998: 427). Enflasyon hedefi para politikasının başarısında kamuoyunun desteği çok önemli bir yer

tutabilecektir. Dolayısıyla kamuoyunun uygulanacak politikadan haberdar olması gerekmektedir.

Şeffaflığın arzu edilebilir olmasının nedeni, ekonomiye enjekte edilen gereksiz belirsizlik gürültülerini (noises) azaltarak para politikasının tahmin edilebilirliğini arttırmasıdır (King, 2002: 15). Şeffaflık ile ilgili yapılan tanımlamalarda ortak olan nokta hesap verebilirlik kavramıyla çok yakın ilgili olduğudur. Çünkü, şeffaflığın talep edilmesindeki temel amaç, kişileri, hükümetleri ya da piyasaları faaliyetleri ve politikaları dolayısıyla sorumlu tutma yaklaşımıdır (Florini, 1999: 5). Dolayısıyla bu noktada merkez bankası için şeffaflığı, bankanın değerlendirilmesine yönelik bilginin serbest bırakılması olarak tanımlayabiliriz. Şeffaflık taahhüdü, bir yandan merkez bankasının güvenilirliğini arttırırken, öte yandan gelecekte para politikasının ne olacağı konusunda belirsizliğin azalmasına yardım eder (Parasız, 2001: 161).

Haldane (1998)'a göre, şeffaflığı arttırmanın bir çok yolu vardır. Bunlar arasında belki de en önemlisi, enflasyon ve para politikası raporlarıdır. Ülke uygulamaları incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi para politikasını uygulayanların kamuoyunu bilgilendirmek amacıyla enflasyon raporları yayınladıkları görülmektedir.

Lane (1996), para politikası rejiminde şeffaflık ve hesap verebilirlik koşullarını içeren kurumsal düzenlemeler¹² yapılması durumunda, iki sonucun ortaya çıkacağını belirtmektedir.

- Parasal otoritelerin parasal sürprizler yaratarak enflasyonist güdülerini gerçekleştirme kabiliyeti kısıtlanacağı ve dolayısıyla konuya ilişkin şüpheler giderilebileceği için para politikasının güvenilirliği artacaktır.
- Para politikasına ilişkin belirsizliğin azalmasıyla, özel sektör ajanları riskleri daha sağlıklı bir şekilde değerlendirme olanağına kavuşacaklarından, daha etkin kararlar alabilecekler ve kaynakların tahsisinde etkinlik artacaktır.

3) Esneklik

Esneklik kavramıyla ifade edilmek istenilen, enflasyon hedefine ulaşmak için, merkez bankasının makroekonomik gelişmeler karşısında, ne tür dengeleyici tepkiler verdiğiidir. 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 ve Erdönmez, 2000: 6).

Svensson (1997), enflasyon hedeflemesini esneklik açısından, katı ve esnek enflasyon hedeflemesi olarak ikiye ayırmıştır. Katı enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının sadece belirli bir enflasyon hedefine mümkün olduğu kadar yaklaşması için politikasını belirleyip, diğer para politikası amaçlarını ikinci plana itmesidir. Esnek enflasyon hedeflemesinde ise merkez bankası, diğer bazı para politikası amaçlarını da

¹² Bu düzenlemeler, görev süreleri, ücretlerin ilan edilen politika hedeflemelerinin gerçekleştirilmesindeki performansa göre belirlenmesi, başarısızlık durumunda başkanın görevine son verilmesi gibi düzenlemeler yer almaktadır.

birlikte hedefleyebilir. Örneğin, faiz oranlarının istikrarı, döviz kurları, milli gelir, işsizlik gibi para politikası amaçları da enflasyon hedeflemesi ile birlikte yürütülmektedir.

4) İleriye Dönük Bir Yaklaşımın Benimsenmesi

Enflasyon hedeflemesinin diğer enflasyonu düşürme politikalarından ayıran en önemli özelliklerinden biri ileriye dönük bir yaklaşımın belirlenmesidir. Uygulamada enflasyon öngörülere temel alınmaktadır. Eğer öngörülen enflasyon hedeflenen enflasyondan daha yüksek olacağı yönünde beklenti var ise sıkı para politikası, öngörülen enflasyon hedeflenen enflasyondan daha düşük düzeyde olacağı yönünde beklenti var ise gevşetici para politikası uygulanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, politika hedefleri enflasyon tahminine bağlı olarak daraltıcı ya da genişletici yönde kullanılmaktadır.

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. O halde enflasyon hedefi, ileriye yönelik olmalı ve para politikasındaki değişiklikler ve bu değişikliklerin enflasyonu etkilemesi açısından potansiyel olarak varolan uzun gecikmeleri dikkate alınmalıdır.

Enflasyon hedeflemesi, enflasyon beklentilerini istikrara kavuşturmak için diğer para politikası türlerinden daha iyi bir potansiyele sahiptir. Enflasyon beklentilerindeki dalgalanmalar, ekonomik istikrarsızlığın önemli kaynaklarından birisidir. Bu yüzden enflasyon beklentilerini istikrara kavuşturmak ekonomideki istikrarın önemli bir tamamlayıcısıdır (Svenson, 1997: 7).

Enflasyon hedeflemesinin ayırt edici özelliklerinden birisi de dinamik tahminler kullanmasıdır. Debelle (1997), enflasyon hedeflemesinin ileriye dönük bir yaklaşım olması gerektiğini belirtmiştir. Para politikasındaki değişiklikler enflasyon oranı yükselmeye başlamadan önce yapılmalıdır ve önleyici müdahaleler (pre-emptive strikes) gereklidir. Bu nedenle, merkez bankası enflasyon tahmini benzer bir rejimde önemli bir rol oynamalıdır. Svensson daha da ileriye giderek, resmi enflasyon hedefinin etkili bir şekilde bir ara hedef gibi işlev gördüğünü belirtmiştir. Parasız (2001)'a göre, operasyonel olarak ara hedeflerin önceden ilan edilmesi iki açıdan uygundur. Birincisi, böylece ekonomide meydana gelecek iç ya da dış şoklara bağlı olarak sürekli yüksek enflasyonun yaşanması önlenmektedir. İkinci olarak, böylece uzun dönemli fiyat istikrarı taahhüdü daha somut hale gelmektedir.

Enflasyon hedeflemesi para politikasının başarısında beklentiler çok önemli bir yer tutmaktadır. İleriye yönelik yapılacak tahminlerin kamuoyu için yeterli inandırıcılığa sahip olması gerekmektedir. Debelle ve diğerleri (1997)'e göre enflasyon hedeflemesi yapısının temelinde, enflasyon tahminini destekleyen birçok kriter vardır. Tatminkar bir tahminleme yapısı varolmalıdır. Güvenilebilir ilişkileri tahmin etmek için yeterli tarihsel veri bulunmalıdır.

Enflasyonist beklentilere ilişkin değişken bir katsayı ve farklı oransal yapılarıdaki çok çeşitli enflasyonist trendler çerçevesinde enflasyon oranı ne kadar yüksek ise, beklentilerdeki değişikliklere ilişkin uyarılamanın yavaşlığının ve öngörülen

enflasyonun tam olarak öngörülen oranına özgü başarısızlığın maliyeti de yüksek olacaktır (Özker, 2000: 48). Bundan dolayıdır ki, enflasyon oranındaki sürekli bir artış, dönem başındaki oransal duruma dönülmesi olasılığını da düşürecektir. Dolayısıyla, öngörülen enflasyonla gerçekleşen enflasyon arasındaki fark, uygulanan para politikasının daha sonraki yıllardaki başarısını da etkileyebilecektir.

V) ALTERNATİF PARA POLİTİKASI HEDEFLEMELERİ

Mishkin (1999), dünyada temel olarak uygulanmakta olan dört çeşit para politikası rejiminin varlığından bahsetmektedir. Bunlar; a) döviz kuru hedeflemesi, b) parasal hedefleme, c) enflasyon hedeflemesi ve d) açık bir nominal çıpanın olmadığı para politikasıdır. Döviz kuru hedeflemesini uygulayan ülke, ulusal parasını, ağırlıklı olarak ticaret yaptığı ülkelerin para birimlerinden oluşan bir para sepeti veya istikrarlı olma özelliğine sahip bir para birimi karşısında gelecek dönemdeki değerini belirlemektedir. Parasal büyüklüklere ilişkin hedeflemede ise parasal tabandan¹³ başlamak üzere değişik para arzı büyüklükleri hedef olarak seçilmektedir. Diğer bir para politikası rejimi olan enflasyon hedeflemesinde, orta vadeli sayısal bir enflasyon oranı (veya bant aralığı) kamuoyuna ilan edilmekte ve para politikasının birinci önceliği bu ilan edilen enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi olmaktadır. Son politika ise, döviz kuru, parasal büyüklük, enflasyon oranı gibi herhangi bir nominal çıpanın kullanılmadığı örtülü para politikası¹⁴ rejimidir. Önceki kısımda enflasyon hedeflemesi ayrıntılı olarak incelenmiştir. Şimdi, yaygın olarak kullanılan iki para politikası hedeflemesi a) döviz kuru hedeflemesi, b) para arzı (veya parasal) hedeflemesinin olumlu ve olumsuz yönlerini inceleyelim.

a) Döviz kuru hedeflemesi: 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 kullanmaktadır. Enflasyonla mücadelede 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 (TBB, 2001: 2).

Mishkin (1999), döviz kuru hedeflemesinin önemli dezavantajlarından birisi olarak para politikasının yurtdışına daha bağımlı olmasını göstermektedir. Açık sermaye piyasaları ile, döviz kuru hedeflemesi para politikasının uygulayan ülkedeki faiz oranı, kurun sabitlendiği ülkedeki faiz oranları ile daha yakın ilişkili duruma gelmektedir. Döviz kurunu sabitlemiş ülke, para politikasını ilgili yabancı ülkedeki şoklardan bağımsız olarak meydana gelen yurtiçi şoklara tepki verecek şekilde kullanma

¹³ Bir ekonomide, dolaşımdaki para miktarıyla bankaların nakit rezervleri ve merkez bankasındaki zorunlu karşılıkların toplamından oluşmaktadır.

¹⁴ Mishkin (1999)'un "just do it" stratejisi olarak isimlendirdiği bu para politikası rejimi ABD'de uygulanmaktadır.

yeteneğinden yoksun kalmaktadır (Telatar, 2002:199). Kurun nominal çapa olarak alınması, para politikasının kamu oyu tarafından kolaylıkla izlenebilir ve anlaşılabilir olmasına imkan tanımakta dolayısıyla politikanın başarısını arttırmaktadır. Fakat, ülke içinde ve dışında oluşan şoklara karşı esnekliğin azlığı ve spekülasyon sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri, uygulamada sorunlara yol açmaktadır. (Karasoy ve diğerleri, 2001:4). Özellikle, Türkiye’de yaşanan 2001Şubat krizi bunun bir örneğini göstermektedir.

b) Parasal Hedefleme: Parasal hedefleme stratejisi üç temel bileşen üzerine odaklanmaktadır (Mishkin, 2000: 21);

- I. Para politikasının uygulanmasında parasal büyüklüklerin sağladığı enformasyonun esas alınması,
- II. Halkın enflasyon beklentilerine rehber olması için parasal büyüklüklere ilişkin hedeflerin ilan edilmesi,
- III. Parasal hedeflerden büyük ve sistematik sapmaların engellenmesi için sınırlı hesap verebilirliğin varlığı.

Parasal hedeflenmeye 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 izlenebilirlik 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;7). Parasal büyüklüklerin hedeflenmesinin başarısı, fiyat istikrarı ile buna ulaşmada ara hedef olarak kullanılan parasal büyüklükler arasında güvenilir ve istikrarlı bir ilişkinin varlığına bağlıdır. Başka bir deyişle, hedeflenen parasal büyüklükler ile enflasyon, gelir gibi değişkenler arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişkinin, yani istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığına bağlıdır (Karasoy, 1998:4).

Parasal büyüklük hedeflemesinin en önemli avantajlarından birisi, merkez bankasının para politikasını yurtiçi şartlara göre belirleme ve uygulama olanağı vermesidir. Parasal büyüklük hedeflemesi, merkez bankasına diğer ülkelerden farklı enflasyon hedefleri seçme olanağı vermekte ve çıktındaki dalgalanmalara karşı tepki vermesini de mümkün kılmaktadır (Mishkin, 1999: 12).

Mishkin (1999), parasal hedeflemenin başarılı olabilmesinin bazı şartlara bağlı olduğunu belirtmiştir. Bu şartlardaki eksiklikler parasal hedeflemenin eksik yönlerini göstermektedir. Bunlardan en önemlisi, amaç değişken (enflasyon ya da nominal gelir) ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin var olması zorunluluğudur. Eğer dolaşım hızı istikrarsız, dolayısıyla parasal büyüklük ile amaç değişken arasındaki ilişki zayıf ise, parasal hedefleme süreci çalışmayacaktır. Belirtilen zayıf ilişki, ara hedefe ulaşmanın amaç değişken için arzu edilen sonucu yaratmayacağı anlamına gelmektedir ve bu durumda hedeflenen parasal büyüklük para politikasının

durumu hakkında yeterli sinyal verememektedir. Böylece, parasal hedefleme enflasyon beklentilerinin sabitlenmesine yardımcı olmayacak ve merkez bankasının sorumluluğunu değerlendirmek için iyi bir rehber olmayacaktır. İkinci şart, hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilebilmesi ile ilgilidir. Merkez bankası yeterli kontrole sahip değilse, parasal büyüklük politika otoritelerinin amaçları hakkında açık sinyaller sağlamayacak ve bu durumda otoriteleri sorumlu tutmak güçleşebilecektir.

VI) ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ALTERNATİF PARA POLİTİKASI HEDEFLEMELERİNE GÖRE DEĞERLENDİRİLMESİ

Enflasyon hedeflemesi, son yıllarda giderek artan sayıda ülke tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Literatürde, bu para politikasının gelişmiş ülkeler açısından uygun bir para politikası olduğu görüşü büyük ölçüde kabul edilmektedir. Fakat, bu para politikasının gelişmekte olan ülkeler açısından uygun bir para politikası olup olmadığı tartışılmaktadır. Bunun en önemli nedeni de, gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalarının yeterince derin olmaması ve kamu maliyesinde gerekli disiplinin sağlanamaması önemli yer tutmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesine bakıldığında, diğer para politikası hedeflemelerine göre olumlu ve olumsuz yönleri bulunmaktadır. Uygulamada şeffaf bir para politikası olması enflasyon hedeflemesinin olumlu bir tarafı olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle, şeffaflığın artırılmasıyla, para politikasındaki hareketlere odaklanan kamuoyunun, enflasyon beklentileri azaltılabilir (Devine ve McCoy, 1997:22). Ülke uygulamalarına bakıldığında kamuoyunun belirli zaman dilimlerinde bilgilendirildiği görülmektedir. Örnek verilecek olunursa, İsrail ve Kolombiya aylık, Kanada altı aylık ve genel olarak da diğer ülkelerin üçer aylık dönemlerde kamuoyunu bilgilendirdiği görülmektedir. Enflasyon hedeflemesinin şeffaflıkla yakından ilişkili diğer bir ayırdedici özelliği, merkez bankalarının hesap verebilirliklerini arttırmaya yönelik eğiliminin olmasıdır. Para politikası uygulayıcılarının, uygulanan politikadan bir sapma olduğunda bunun gerekçelerini ve alınan önlemleri kamuoyuna duyurması gerekmektedir.

Enflasyon için açık bir sayısal hedef, merkez bankasının hesap verebilirliğini arttırmasından dolayı, enflasyon hedeflemesi merkez bankasının zaman tutarsızlığı tuzağına düşme olasılığını azaltma potansiyeline de sahiptir (Mishkin, 2000: 2).

Meyer (2002)'e göre, enflasyon hedefi rejiminin önemli avantajlarından biri olarak, merkez bankasına daha fazla bağımsızlık sağlanarak, para politikası araçlarının kullanımı ve kontrolünde, yürütmeden gelebilecek baskıların en aza inmesi gösterilebilir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, döviz kuru rejimi ile karşılaştırıldığında daha çok yurtiçi koşullara odaklanmaktadır (Mishkin, 1999: 591). Böylece yurtdışından meydana gelecek şokların, uygulanacak politikada 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 uyguladığında 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.

Şoklarla ilgili olarak ayrıca ülke uygulamaları incelendiğinde, para politikası uygulayıcılarının hedeflenecek fiyat endeksinde içerikle ilgili bazı düzenlemeler yaptıkları görülmektedir. Örnek olarak, İngiltere’de hedeflenen fiyat indeksinden (RPIX) ipotek faiz oranlarının çıkarılması, Kanada’da TÜFE’ den dolayı vergilerin çıkarılması verilebilir. Almeida (1998), hedeflenen endeksteki düzenlemeler ve hedefi askıya alma (caveat) durumlarıyla ilgili olarak, daha önce belirlenmiş kaçınma şartlarıyla birlikte, para politikasının ekonominin etkisi altında kaldığı şoklara karşı son derece etkili önlem almasının mümkün olduğunu belirtmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin olumsuz yönlerine bakılacak olunursa, enflasyon hedeflemesinin görece dezavantajı, 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: 214).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli dezavantajlarından biri de, katı bir yapıya sahip olması ve tavizsiz olarak uygulanması gerekliliğidir (Mishkin, 2000: 5). Politikanın başarıya ulaşılabilmesi için yeterli güvenilirlik ve şeffaflığın sağlanması gerekir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin sabit döviz kuru rejimi ile birlikte yürütülmediği daha önce belirtilmişti; fakat rejimin esnek döviz kuru rejimi ile birlikte uygulanması durumunda mali istikrarsızlık durumu ortaya çıkabilir. Diğer para politikası rejimleriyle karşılaştırıldığında, özellikle önemli arz şoklarının olduğu durumlarda, etkin olmayan bir üretim dengesine yol açmaktadır (Johnsson, 1999: 7).

Uygulama aşamasında çıkan bir takım aksaklıklar, enflasyonun doğrudan hedeflenmesinin problemlerinden bir kaçını 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 merkez bankasının tam anlamıyla kontrol edilmesini güçleştirmektedir (Karasoy, 1998: 14-15).

Telatar (2002)’a göre enflasyon hedeflemesine önemli bir eleştiri, 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 sinyaller gönderilmesini engellemektedir.

VI) SONUÇ

Enflasyon hedeflemesi para politikasında, para otoriteleri önceden belirlenen sayısal bir enflasyon hedefini kamuoyuna ilan ederek ve uygulanacak politika hakkında kamuoyunu bilgilendirerek, para politikasına şeffaflık kazandırmaktadır. Para politikasına şeffaflık kazandırılmasıyla, para politikası uygulayıcılarının hesap verebilirlikleri de daha objektif bir duruma gelmektedir.

Para politikası uygulamalarında para arzı hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi yaygın olarak kullanılmış veya kullanılmaktadır. Günümüzde enflasyon hedeflemesi para politikasını uygulayan çoğu ülkede, enflasyon hedeflemesine geçiş öncesinde diğer para politikası hedeflemeleri de uygulanmıştır. Enflasyon hedeflemesi, ilk defa olarak 1990 yılında Yeni Zelanda da uygulanmaya başlanmış ve alternatif bir para politikası hedeflemesi olarak bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin para politikasında yer almıştır. Literatürde enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ülkeler açısından başarılı olduğu konusunda geniş ölçüde ortak bir görüş vardır. Tartışmaların yoğun olduğu nokta, bu para politikasının gelişmekte olan ülkeler arasında uygulanabilir olup olmadığıdır. Gelişmekte olan ülkelerin daha önce uygulamış oldukları, döviz kuru hedeflemesi ve para arzı hedeflemesindeki başarısızlıklar, bu ülkelerin diğer bir para politikası hedeflemesi olan enflasyon hedeflemesine doğru bir yönelimi meydana getirmiştir.

Enflasyon hedeflemesi para politikasının başarısında mali piyasaların durumu önemli bir etkidir. Mali piyasaların bir kurumsal hem de yasal yönden yeterince güçlü ve düzenli bir yapıya kavuşması uygulanacak olan para politikasının başarısında önemli bir etken olacaktır. Politikanın başarısında diğer bir önemli durum, kamu maliyesinde yeterli disiplinin sağlanıp sağlanmaması olacaktır. Diğer para politikası uygulamalarında da olduğu gibi, maliye politikası ile uyumlu olmayan iktisat politikası eksik olacaktır ve uygulamada sorunlarla karşılaşılacaktır.

KAYNAKÇA

- AKTAN, C.C, U. Utkulu, S. Togay (1998), "Nasıl Bir Para Sistemi", *IMKB Yayını*, İstanbul.
- ALESINA, A., L. H. Summers (1993), "Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money Credit and Banking*, Vol.25, No. 2, pp. 151-162
- ALMEIDA, A., C.A.E. Goodhart (1998), "Does The Adoption of Inflation Targets Affect Central Behavior?", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*.
- ALPARSLAN, M., P. A. Erdönmez (2000), "Enflasyon Hedeflemesi", *Bankacılık ve Araştırma Grubu*, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi.
- BERNANKE, S.B., I. Mihov (1997), "What Does The Bundesbank Target?", *European Economic Review*, 41, 1025-53.
- BLEJER, M. I., A.M. Leone, P. R., G. Swartha (2002), "Inflation Targeting In The Context of IMF Supported Adjusted Programs", *IMF Staff Papers*, Vol. 49.
- BLINDER, A. S. (1999), "Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Built It?" *NBER Working Papers Series No:7161*.
- CARARE, A., A. Schaechter, M. Stone, M. Zelmer (2002), "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", *IMF Working Paper*, 2002.
- CECHETTI, S. G., H. Genberg, S. Wadhvani (2002), "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework", *NBER Working paper No: 8970*, National Bureau Of Economic Research, Cambridge.

- CUKIERMAN, A., S. Webb and B. Neyapti (1992), "The Measurement of Central Bank Central Bank Independence and Its effect On Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, Vol. 6, No: 3, 353-398.
- DEBELLE, G., Masson P., Savastano M., Sharma S. (1998), *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*, IMF Publication Services.
- DEVINE, M., D. McCoy (1997), "Inflation Targeting: A Review of the Issues", Economic Analysis, Research and Publications Department, Central Bank of Ireland.
- DORNBUSCH, R., S. Fischer, *Makroekonomi*, Çevirenler; Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım, McGraw Hill – Akademi Ortak Yayını, İstanbul, Mart 1998.
- FLORINI, A.M. (1999), "Does The Invisible Hand Need A Transparent Glove? The Politics of Transparency", Annual World Bank Conference On Development Economics, Washington, D.C., April 28-30.
- FRAGA, A., I. Goldfajn, A. Minella (2003), "Inflation Targeting In Emerging Market Economies", *NBER Working Paper* No.10019, Cambriedge, Massachusetts, National Breau of Economic Resarch.
- FRIEDMAN, B. M. (2002), "The Use and Meaning of Words in Central Banling: Inflation Targeting, Credibility, and Transparancy", *NBER Working Paper* No.8972, Cambriedge, Massachusetts, National Breau of Economic Resarch.
- GRILLI, V. D. Masciandaro ve G. Tabellini (1994), "Political and Monetary Institution and Public Financial Policies in Industrial Countries", *The MIT Press*, 198-210.
- JONSSON, G. (1999), "The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa, *IMF African Department, JEL Classification* Number No: E52.
- KARASOY, A., M. Saygılı, C. Yalçın (1998), *Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9801, Ankara.
- KESRİYELİ, M. (1997), "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Yayınları* No:97/4, Ankara.
- KING, M. A. (1996), "How Should Central Banks Reduce Inflation? Conceptual Issues". In *Achieving Price Stability* Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium Series.
- KING, M. A. (2002), "The Inflation Target Ten Years On", *Speeches in London School of Economics*, November 2002.
- LANE, T. (1996), "Which Strategy of Monetary Policy for Europe", *Monetary Policy in An Integrated World Economy*, Institut für welthwirtschaft an der Universität Kiel, Germany.
- MALATYALI, N.K., *Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları, Mart 1998.
- MISHKIN, F. S., A. S. Posen (1997), "Inflation Targeting: Lessons From Four Countries", *NBER working paper* no:6126, Cambriedge, Massacuhutetts, National Breau of Economic Resarch.

- MISHKIN, F.S. (1999), "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", *Journal of Monetary Economics*, No.43, pp. 579-605
- MISHKIN, F. S. (2000), "Inflation Targeting In Emerging Market Countries", *NBER Working Paper*, No:7618, Cambriedge, Massachutetts: National Bureau of Economic Resarch.
- MISHKIN, F. S., K. S. Hebbel (2001), "One Decade of Inflation Targeting In The World: What We Know and What We Need To Know?", *NBER Working Paper* No:8397, Cambriedge, Massachutetts, National Breau of Economic Resarch.
- MISHKIN, F. S. (2004), "Can Inflation Work in Emerging Market Countries", *Festschrift In Honor of Guillermo A. Calvo*, International Monetary Fund, Washington.
- MEYER, L. H. (2002), "Inflation Targets and Inflation Targeting", *North American Journal of Economic and Finance* 13, 147-162.
- OH, J.(2002), "Inflation Targeting: The Korean Experiences and Issues", Kore ve Dünya Ekonomisi İsimli Seminerde Sunulan Makale, The Bank of Korea, Seoul.
- OKTAR, Suat (1996), "Merkez Bankalarının Bağımsızlığı" Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- ÖZKER, A. N. (2000), *Enflasyonist Finansman Teorisi ve Türkiye*, Beta Yayınları, İstanbul.
- PARASIZ, İ. (2001), *Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar: Dünyada ve Türkiye'de Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları*, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- PATINKIN, D. (1993), "Israel's Stabilization Program of 1085, Or Some Simple Truths of Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, No.2, spring 993, pp 103-128
- PAYA, M., *Para Teorisi ve Para Politikası*, Filiz Kitabevi, İstanbul 1998.
- SVENSSON, Lars E. O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *Eurepean Economic Review*, Vol.41, No.6,sf.11-46.
- SVENSSON, L. E. O. (2003), "Monetary Policy and Real Stabilization", *NBER Working Paper* No:9486, Cambriedge, Massachutetts, National Breau of Economic Resarch.
- TBB (Türkiye Banklar Birliği) (2001), "1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası", *Bankacılık Araştırma Grubu*, Türkiye bankalar Birliği.
- TELATAR, E. (2002), *Fiyat İstikrarı: Ne? Nasıl? Kimin İçin?*, İmaj Yayınevi, Ankara.
- UYGUR, E. (2001), "Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık", *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl: 16, S. 189, Aralık 2001: