

Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme

Seyfettin Erdoğan *

Özet: İhtiyari politikaların aleyhine ileri sürülen görüşler ve enflasyon maliyetleri, para politikası hedeflerinin öncelik sıralamasının değişmesi sonucunu doğurmuştur. Son yıllarda birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede, fiyat istikrarı, para politikasının birincil hedefi olarak kabul edilmeye başlanmıştır. Bu gelişme, alternatif para politikası stratejilerinin gündeme gelmesine yol açmıştır. Parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi başlıca parasal stratejilerdir. Ülke uygulamaları açıkça göstermiştir ki, söz konusu stratejilerin hepsi istenilen hedefe ulaşmak açısından aynı düzeyde başarılı olamamıştır. Bu çalışmanın amacı, politika uygulamalarının etkililiği açısından alternatif parasal stratejileri karşılaştırmaktır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası Stratejileri, Döviz Kuru Hedeflemesi, Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi.

I. Giriş

Gerek ihtiyari politikalara karşı ileri sürülen görüşler gerekse enflasyonun ortaya çıkardığı maliyetler, fiyat istikrarının para politikası için uzun dönemde birincil hedef olarak kabul edilmesine yol açmıştır. Fiyat istikrarının birincil hedef olarak kabul edilmesi, para politikası için nominal bir çıpanın seçilmesini zorunlu kılmıştır. Bu çerçevede, alternatif para politikası stratejileri gündeme gelmiştir. Fiilen uygulanan stratejiler üç tanedir:

- i. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi
- ii. Parasal Hedefleme Stratejisi
- iii. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Ülke deneyimleri açıkça göstermiştir ki, fiyat istikrarının kalıcı bir şekilde tesisi açısından ilk iki stratejiden istenilen sonuçlar elde edilememiştir. Para politikası için nominal çıpa arayışları, alternatif bir strateji olarak enflasyon hedeflemesinin gün-

* Yrd. Doç. Dr. Seyfettin Erdoğan, Kocaeli Üniversitesi İİBF İktisat Bölümünde öğretim üyesidir.

deme gelmesine yol açmıştır. Son yıllarda bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke bu stratejiyi uygulamaya başlamıştır. Söz konusu ülkelerin para politikasının şeffaflık düzeyini artırarak ulaştıkları düşük enflasyon performansı, enflasyon hedeflemesinin görece olarak başarılı bir parasal strateji olarak görülmesine yol açmıştır.

Bu çalışmanın amacı, politika uygulamalarının etkililiği açısından alternatif parasal stratejileri karşılaştırmaktır. Çalışma iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde stratejilerin üstün yönleri ve dezavantajları üzerinde durulmaktadır. İkinci bölümde politika uygulamalarının etkililiği açısından ön plana çıkan kriterler esas alınarak, söz konusu stratejiler karşılaştırılmaktadır.

II. Başlıca Para Politikası Stratejilerine Genel Bir Bakış

Alternatif parasal stratejilerin, politika uygulamalarının etkililiği açısından karşılaştırılması bu stratejilerin avantajlı ve eksik yönlerini açıklamayı zorunlu kılmaktadır.

2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla bir ülkenin, ulusal parasının değerini güçlü bir ülkenin parasına bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. Bu stratejiyi uygulamaya çalışan ülkeler, güçlü ülke seçiminde çoğu kez, dış ticarete en büyük partnerleri konumunda olan ülkeyi tercih ederler (Quispe-Agnoli, 2001: 3).

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

Yumuşak döviz kuru hedeflemesi, ayarlanabilir kur rejimini ifade etmektedir. Yumuşak döviz kuru hedeflemesinde, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla, ulusal paranın değeri güçlü bir paraya bağlanır. Bu sistemde, kimi zaman yabancı bir ülke parasına bağlanan ulusal paranın değeri, belirli bir bant içerisinde dalgalanmaya bırakılabilir.

Katı döviz kuru hedeflemesi stratejisinin iki tür uygulaması vardır: Para kurulu ve tam dolarizasyon. Para kurulu sisteminde para basımı, %100 döviz karşılığında gerçekleşir. Para kurulu sisteminin uygulandığı ülkelerde, para basma yetkisini elinde bulunan otorite, yabancı para ile ulusal para arasındaki değişimi sabit bir orana bağlar. Para kurulu sisteminde sabit döviz kuru, yasal bir düzenlemeye dayanmaktadır. Bu sistemi uygulayan ülkelerde, parasal tabanın büyüklüğü çıpa ülkesinin para politikası ve sermaye akışı tarafından belirlenir. Bu sistemde parasal otoritenin, para politikası üzerinde insiyatif kullanması, ulusal para cinsinden ifade edilen varlıkları a-

lıp satması, açık piyasa işlemlerini yönetmesi ve ulusal bankalara ya da hükümete ödünç vermesi söz konusu değildir. Dolayısıyla, döviz piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin parasal etkilerini sterilize etme olanağı ortadan kalkmaktadır. Tam dolarizasyon uygulamasında, ulusal para yabancı para ile ikame edilir. Diğer bir ifade ile, tam dolarizasyon uygulamasına geçen bir ülkede, ulusal paranın bütünüyle eliminasyonu gündeme gelir. Dolarizasyon süreci ile birlikte ulusal para cinsinden yapılan kontratlar dolar cinsinden ifade edilmeye başlanır (Mishkin ve Savastano, 2001: 417; Dueker ve Fischer, 2001: 7; Kenen, 2000: 112).

Döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan ülke deneyimlerini inceleyen çalışmaların ulaştığı bazı önemli sonuçlar, aşağıdaki noktalarda toplanabilir (Calvo ve Végh, 1997: 12; Rebelo ve Végh, 1995: 5-7, Rebelo, 1997: 6):

- Heteredoks istikrar programları uygulayan ülkelerde fiyatların geçici bir süre denetim altına alınması, enflasyonun hızlı bir şekilde düşmesine yol açar.
- Programın başlangıç döneminde reel iktisadi aktivitelerde artış eğilimi ortaya çıkar. Bu anlamda reel GSYİH ile özel tüketim harcamaları, en çok göze çarpan değişkenlerdir. Hemen belirtmek gerekir ki, başlangıç döneminde ortaya çıkan genişleyici eğilimler, belirli bir süre sonra yerini daraltıcı eğilimlere bırakır.
- Ulusal para reel anlamda aşırı değer kazanır.
- Gerek ticaret bilançosu gerekse cari işlemler bilançosunda ciddi tahribatlar ortaya çıkar.
- Program süresince reel faizlerin seyrini net olarak kestirmek güçtür. Örneğin ortodoks planların başlangıç devrelerinde reel faiz oranlarında düşme eğilimi gözlenmesine karşın, 1980'li yılların ortalarında uygulanan heteredoks programların başlangıcında ters yönde bir eğilim ortaya çıkmıştır.

Döviz kuru hedeflemesinin temel avantajlarını aşağıdaki noktalarda toplayarak incelemek mümkündür:

- Esnek döviz kuru sisteminde, kurun yönelimini tam olarak kestirmek hayli güçtür. Döviz kurunda gerek uzun dönemde gerekse kısa dönemde ortaya çıkan öngörülmedik bir istikrarsızlık eğilimi, iktisadi hayatı negatif yönde etkileyebilir. Kurlara ilişkin belirsizlik, iktisadi birimlerin yatırım harcamalarını ve uluslararası ticareti negatif yönde etkiler (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 76).
- Sabit tutulan döviz kuru, nominal bir çıpa sağlayarak zaman tutarsızlığı probleminin giderilmesine katkı sağlar. Zaman tutarsızlığı problemi, politikacıların kısa dönemde hasıla düzeyini artırmak ve istihdam hacmini genişletmek amacıyla, genişletici politikalar uygulamalarından kaynaklanır. İhtiyari politika uygulama olanağının varlığı halinde politikacıların kısa vadede genişletici politikalar uygulamalarını önlemek hayli güçtür. Sabit kur taahhüdünün ilan edilmesi, para politikası için otomatik bir kuralın benimsendiği anlamına

gelir. Dolayısıyla, kur hedefinin ilan edilmesi halinde parasal otoritenin para politikasını keyfi şekilde uygulaması önlenmiş olur. Parasal otorite parasal genişleme stratejisini, ilan edilen kur hedefi ile tutarlı bir şekilde, diğer bir ifade ile, ulusal paranın değerindeki hareketleri takip ederek yönlendirir (Mishkin, 1997: 11).

- Yüksek enflasyon sorunu yaşayan bir ülke, ulusal parasının değerini düşük enflasyon oranına sahip güçlü bir ülkenin parasına bağladığında, ister bütçe açıklarından kaynaklansın ister ücret ve fiyat politikalarından kaynaklansın, enflasyonist eğilimleri baskılama olanağını elde eder (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 76).
- Kredibilitesi düşük ve yeterliliği endişe ile karşılanan merkez bankalarının bu olumsuz koşullardan kurtulması için döviz kuru hedeflemesi bir çare olarak düşünülebilir. Bu anlamda, ulusal paralarını güçlü yabancı bir paraya bağlayan ülkeler, çıpa ülkesi merkez bankasının sahip olduğu kredibilitateyi ithal etme olanağını elde edebilirler. Örneğin bir çok Avrupa ülkesi paralarını Alman Markına bağlayarak Bundesbank'ın kredibilitatesini ithal etmeye çalışmıştır. (Kenen, 2000: 111).
- Döviz kuru hedeflemesi, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılır açıklıkta bir stratejidir. İktisadi birimlerin politika beklentilerinin etkilenmesi açısından uygulanmakta olan parasal stratejinin basit ve açık olması son derece önemlidir. Yeterli açıklıkta ve basitlikte olmayan bir stratejinin beklentileri etkileme gücü sınırlıdır.

Döviz kuru hedeflemesinin temel dezavantajları aşağıdaki noktalarda toplanabilir:

- Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, bağımsız bir para politikası uygulama olanağını ortadan kaldırır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulayan ülke, para politikasını ulusal ekonomideki gelişmelere bağlı olarak yönlendiremez. Çünkü ulusal parasını başka bir ülkenin parasına bağlayan ülke, parasal genişleme stratejisini çıpa ülkesinin parasal büyüme oranındaki değişiklikleri esas alarak belirlemek zorundadır. Öte yandan döviz kuru hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke, çıpa ülkesinde ortaya çıkan bir şoktan doğrudan doğruya etkilenir. Çünkü çıpa ülkesinde faiz oranlarında ortaya çıkan bir dalgalanma, stratejiyi uygulayan ülke faiz oranlarını aynı düzeyde etkiler (Mishkin, 1999: 582). Faiz oranlarının istikrarlı bir düzeye çekilmesinin stabilizasyon programı uygulayan ülkeler açısından önemi göz önüne alındığında kur çıpasının riski açıkça ortaya çıkar. Faiz oranlarının artması, iktisadi büyüme performansını negatif yönde etkiler. Dolayısıyla uygulanmakta olan programın uzun süre sürdürülmesi olanaksız hale gelir.

- Döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülke, çıpa ülkesinde ortaya çıkan şokun yanı sıra ihraç ettiği ürünlere yönelik talebin istikrarsız bir trend sergilemesinden de etkilenebilir. Örneğin, bu stratejiyi uygulayan ülkenin ihracat talebinde ani ve kalıcı bir düşüş eğilimi ortaya çıktığında, dünya ölçeğinde fiyatlar esnek olsa bile, çok ciddi iktisadi tahribatlar ortaya çıkabilir. Bu tür bir şokun ortaya çıktığı dönemde, nominal ücretler ve fiyatlar esnek değilse, tahribatın boyutları daha da büyür. İthalat ve ihracatın görece fiyatlarını kısa dönemde ayarlayacak bir yol bulunmadığında, hem istihdam hacminde hem de hasıla miktarında daralma eğilimleri ortaya çıkar (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 74-75). Bu tür eğilimler, programa olan güvenin azalmasına ve dolayısıyla kötümser beklentilerin ortaya çıkmasına yol açar.
- Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin uygulanması ile birlikte, iktisadi faaliyet hacminde gözlenen genişleme eğilimleri geçicidir. Kronik enflasyon deneyimi yaşayan ülkelerde uygulanan döviz kuru temelli istikrar programları, başlangıçta hasıla ve tüketim miktarının artmasına yol açsa da, bu etkiler geçici niteliktedir. Programın uygulanmaya konulması ile birlikte iktisadi faaliyet hacminde ortaya çıkan genişleme eğilimleri uzun süre devam etmez. Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin, geçici süreli de olsa, genişleyici eğilimleri ortaya çıkarması, döviz kuruna dayalı programların resesyonist eğilimleri belirli bir süre ertelemek amacıyla uygulandığı şeklinde yorumlanabilir (Castro ve Veiga, 2004: 1; Calvo ve Végh, 1997: 19). Önemle belirtmek gerekir ki, resesyonist eğilimlerin belirli bir süre ertelenebilmesi, politikacılara nominal çıpa seçiminde fırsatçı eğilimler ile davranabilme olanağı sunmaktadır. Buna göre, seçim öncesi dönemlerde seçmen sempatisini yitirmek istemeyen iktidarlar, nominal çıpa seçiminde tercihlerini döviz kurundan yana kullanırlar. Seçim sonrası dönemlerde ise, oy kaybetme endişesi azaldığından dolayı, parasal hedefleme stratejini uygulamakta herhangi bir sakınca görmezler.
- Kronik enflasyon sorunu yaşayan ülkelerde uygulanan 35 stabilizasyon programını analiz eden Castro ve Veiga) (2002), nominal çıpa seçiminde, seçim dönemlerinin (fırsatçı eğilimlerin) belirleyici bir değişken olduğu görüşünü kanıtlayan bulgular elde etmişlerdir.
- Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, finansal kırılganlığı arttırdığı gibi, finansal krizlerin ortaya çıkmasına da yol açabilir. Gelişmekte olan ülkeler, güçlü bir finansal yapıya sahip olmadıklarından dolayı, bu ülkelerde uygulanan kur temelli stabilizasyon programlarının derin iktisadi krizlere yol açma olasılığı hayli yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerde, ulusal paranın değerinin istikrarlı bir trend izlememesi iktisadi krizlerin ortaya çıkmasında en

önemli etkenlerden biridir. Bu ülkelerde ulusal paranın gelecekte nasıl bir seyir izleyeceği belirsiz olduğundan dolayı, borçlanma enstrümanları, ancak, döviz cinsinden ifade edildiğinde cazip hale gelir. Bu durumun farkında olan firmalar ve finansal kuruluşlar ağırlıklı olarak döviz cinsinden borçlanmayı tercih ederler. Bu eğilim kaçınılmaz olarak finansal kırılganlık düzeyini artırır. Çünkü döviz cinsinden ifade edilen enstrümanlar ile borçlanma stratejisi, finansal piyasalardaki kurumsal yapıya ilişkin en çok göze çarpan özelliklerden biri olduğunda, ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi nedeniyle gündeme gelecek bir devalüasyon uygulaması, ulusal firmaların borç yükünü kayda değer düzeyde artırır. Öte yandan önemle vurgulamak gerekir ki, devalüasyon uygulamasından sonra firmaların ulusal para cinsinden ifade edilen varlıklarının değerinde eş anlamlı bir artış ortaya çıkacağını iddia etmek doğru değildir. Sonuç olarak, firmaların hem bilançoları tahrip olacak hem de net servetleri azalacaktır. Dolayısıyla borç geri ödeme güçlerinde ciddi bir gerileme ortaya çıkacaktır (Mishkin, 1999: 84-85).

- Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin savunucularına göre, bu strateji, mali kurumların iyileşmesine ve sıkı bir bütçe yönetiminin sürdürülmesine katkı sağlar. Çünkü, parasal otoritenin sabit bir kur politikası uygulamak zorunda olması, siyasal iktidarların kamu açıklarını finanse etmek üzere, para arzını arttırma yönünde baskı uygulamalarını engeller. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, siyasal iktidarların kamu harcamalarını finanse etmede kullanacakları tek yöntem, para arzını genişletmek değildir. Katı döviz kuru hedeflemesinin uygulandığı dönemlerde, ulusal paranın aşırı değer kazanması nedeniyle, dışarıdan borçlanmak son derece cazip bir finansman yöntemi haline gelir. Bu olanaktan yararlanan siyasal iktidarlar, kamu maliyesinde disiplin sağlayacak reformları ertelemekte bir sakınca görmezler (Calvo ve Mishkin, 2003: 25).

2.2. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedef olarak belirlenmesidir. Parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesi, para arzı değişkeninin yetkili para otoritelerince kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği gerekçesine dayanmaktadır. Para politikası araçları vasıtasıyla para arzının iktisadi konjoktüre uyumlu bir şekilde ayarlanması, yeterli gelişmişlik düzeyine sahip para ve sermaye piyasalarının varlığı halinde mümkündür. Bu anlamda 1970'li yılların ortalarından itibaren bir çok gelişmiş ülkede parasal hedefleme stratejisi gündeme gelmiştir. Bundesbank 1974 yılının sonunda

bu konuda ilk adımı atan merkez bankası olmuştur. Parasal hedefleme stratejisinin popüler hale gelmesine yol açan başlıca gelişmeleri üç noktada toplamak mümkündür (Mishkin, 1997: 19; Schmid, 1999: 1):

- 1970'li yılların başlarında bir çok gelişmiş ülkede enflasyon oranlarının yükselme eğilimine girmesi, merkez bankalarını, yeni ve orijinal stratejiler uygulama zorunluluğu ile karşı karşıya bırakmıştır.
- Bretton Woods sisteminin çökmesi ve sabit döviz kuru rejiminin gözden düşmesi ile birlikte, parasal hedefleme, alternatif bir çıpa olarak ön plana çıkmıştır.
- Monetarist yaklaşımın ileri sürdüğü varsayımların geniş ölçüde kabul görmesi, parasal hedefleme stratejisine yönelik ilgiyi arttırmıştır. Bu anlamda özellikle "sabit parasal büyüme kuralı" etkili olmuştur.

Parasal hedefleme stratejisinin popüler olmasında sabit parasal büyüme kuralının etkili olması, bu stratejinin esas itibariyle klasik miktar teorisi temelinde analiz edilebileceği sonucunu doğurmaktadır. Klasik miktar teorisine göre para arzı artışı doğrudan doğruya fiyatlara yansır. Bu bakış açısı kabul edildiğinde para politikasının temel işlevi yeniden sorgulanmaya başlanmıştır. Miktar teorisine göre para politikasının temel işlevi, para arzı artışını reel büyüme oranı ile tutarlı bir şekilde ayarlamak ile sınırlı olmalıdır (Bofinger, 2001: 249).

Parasal büyüme oranı ile enflasyon arasındaki istikrarlı bir ilişkinin kabulü, parasal hedeflemeye dayalı istikrar programlarının cazibesini artırmıştır. Parasal hedeflemeye dayalı istikrar programı uygulayan ülke deneyimlerini inceleyen çalışmaların ulaştığı bazı önemli sonuçlar, aşağıdaki noktalarda toplanabilir (Calvo ve Végh, 1997: 18; Calvo ve Végh, 1994: 40):

- Enflasyon ve parasal büyüme oranı artış hızının aynı düzeye yaklaşması yavaş bir seyir izler.
- Ulusal para aşırı değerlendirilir.
- Gerek ticaret bilançosunda gerekse cari işlemler bilançosunda programın negatif yansımalarını görmek bir yana, kısa dönemli iyileşmelerin ortaya çıkması bile olasıdır.
- Programın başlangıç döneminde iktisadi faaliyet hacminde daralma eğilimi ortaya çıkar. Programın uygulamaya konulması ile birlikte, kısa dönemde, reel GSYİH'da, tüketim ve yatırım harcamalarında keskin düşüşler ortaya çıkabilir.
- Programın başlangıç döneminde reel ulusal faizlerde artış eğilimi gözlemlenebilir.

Parasal hedefleme stratejisinin temel avantajları aşağıdaki noktalarda toplanarak açıklanabilir:

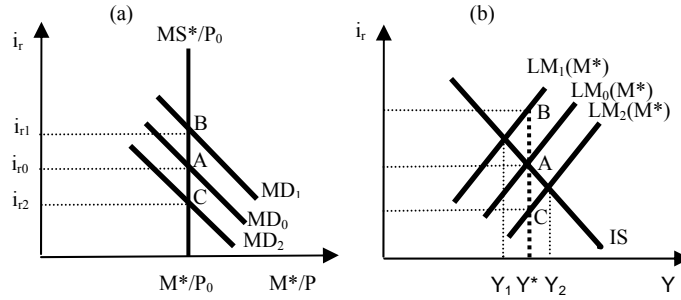
- Döviz kuru hedeflemesi ile karşılaştırıldığında parasal hedeflemenin en önemli avantajı, parasal otoriteye diğer ülkelerden bağımsız bir enflasyon hedefi seçme olanağı sağlamasıdır. Parasal hedefleme stratejisi aynı zamanda, hasıla düzeyinde ortaya çıkan dalgalanmaları ve olası dışsal şokları gözetleyerek, para politikasını uygulama şansını ortadan kaldırmaz. Ayrıca parasal hedefleme, tıpkı döviz kuru hedeflemesi gibi, kamuoyu tarafından kolaylıkla takip edilebilir bir stratejidir. Bu stratejiyi uygulayan ülkelerde parasal otoriteler tarafından iki üç haftalık dönemler itibariyle açıklanan parasal büyüklükleri takip eden iktisadi birimler, enflasyonun nasıl bir seyir izleyeceğini tahmin edebilirler. Çünkü, parasal büyüklüklerin fiili ve hedeflenen düzeyinin karşılaştırılması, para politikasının yönelimine ve parasal otoritenin niyetine ilişkin ciddi ipuçları sunar (Mishkin ve Savastano, 2001: 424).
- Parasal hedefleme stratejisinin ilan edilmesi, merkez bankasının politik baskılardan uzak kalmasına yardımcı olacaktır. Belirli bir parasal büyüklüğün ne ölçüde artacağını önceden ilan edilmesi halinde, siyasal iktidarların merkez bankası kaynaklarına başvurmamaları zorunluluğu ortaya çıkar.

Parasal hedefleme stratejisinin temel dezavantajları aşağıdaki noktalarda toplanarak incelenebilir:

- Paranın ölçümü² konusunda çeşitli potansiyel zorluklar vardır: Son yıllarda finansal alanda yaşanan gelişmeler ile birlikte finansal araçların sayısı sürekli artmaktadır. Ancak, hangi finansal aracın paranın ölçümünde değerlendirmeye alınacağı konusunda ekonomistler arasında tam bir fikir birliği oluşmuş değildir. Bu noktada iki görüş ön plana çıkmıştır. Birinci görüş işlem yaklaşımını benimseyerek, paranın değişim işlevinin ön planda tutulmasını önermiştir. İkinci görüş, likidite yaklaşımını tavsiye etmektedir. Bu yaklaşım, paranın değer saklama işlevi üzerinde odaklanmaktadır. Paranın ölçümü konusunda tam bir uzlaşmanın olmaması, ara hedef seçiminde ciddi zorluklara yol açmaktadır. Paranın ölçümü konusunda hangi yaklaşımın benimseneceğini, merkez bankasının amaçları belirler. Ne var ki, bu konuda da çok kesin ve sürdürülebilir bir ölçüt saptamak her zaman mümkün değildir. Örneğin reel gelir ve fiyat düzeyi gibi değişkenlerle tutarlı olması açısından, bazen M1'i bazen M2'yi bazen de diğer alternatif parasal büyüklükleri tercih etmek gerekebilir (Miller ve VanHoose, 1993: 637-38).

² Paranın ölçümü ile, para kapsamının saptanması ifade edilmektedir.

- Para arzı değişkenini ara hedef olarak seçen bir strateji, para talebinin istikrarlı ya da öngörülebilir bir yapıda olması durumunda etkin bir şekilde uygulanabilir (Fischer, 1996: 36). Ancak parasal hedefleme stratejisini uygularken, reel gelir ve toplam talep düzeyinde reel para balansları talebindeki istikrarsızlıktan kaynaklanan değişiklikler görmek mümkündür. Bu durum aşağıdaki Şekil yardımı ile açıklanabilir. Şekil'in (a) panelinde, reel para talebindeki değişikliklerin etkileri gösterilmektedir. Hane halkının harcama biçimi ile bireylerin zevk ve tercihlerinde ortaya çıkan değişiklikler, reel para talebi eğrisinin, MD_1 ile MD_2 arasında değişken bir seyir izlemesine yol açar. Reel para talebinde artış ya da azalış eğilimi ortaya çıkmasına rağmen merkez bankası para miktarını hedeflediği düzeyde (M^*) tutmak konusunda ısrar ederse, denge faiz oranları i_{r1} – i_{r2} noktaları arasında dalgalanır. Bu gelişme, Şekil'in (b) panelinde de görüldüğü gibi, LM eğrisinin, $LM_1(M^*)$ – $LM_2(M^*)$ arasında değişen bir görüntü sergilemesine ve dolayısıyla, denge gelir düzeyinin Y_1 – Y_2 aralığında dalgalanmasına yol açar. Reel gelir düzeyinin bu iki nokta arasında dalgalanması, parasal hedefleme ile nihai reel gelir düzeyi amacının elde edilememesi anlamına gelir.



Parasal Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları

- Yüksek enflasyon deneyimi yaşayan ülkelerin en çarpıcı özelliği, yüksek düzeyli dolarizasyon problemidir. Bu ülkelerde kira sözleşmelerinin yanı sıra fiyat ve ücretlerin önemli bir bölümü dolar cinsinden ifade edilir. Enflasyondan korunmaya çalışan bireyler, mevduatlarının ve ellerindeki tuttıkları paranın olabildiğince yabancı paradan oluşmasına özen gösterirler. Bu tablo, parasal otoritenin gücünü sınırlar. Çünkü dolarizasyon düzeyinin artması halinde ulusal para arzının kısılanması, toplam likidite hacmi ve dolayısıyla enflasyon üzerinde çok büyük bir etki doğurmaz (Calvo ve Végh, 1997: 46).
- Yüksek enflasyon problemine sahip gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedefi ile tutarlı bir parasal büyüme oranını saptamak hayli güçtür. Çünkü, bu ülkelerde paranın dolanım hızı öngörülebilir nitelikte olmayıp, dalgalı bir seyir izler. Bu durum, söz konusu ülkelerde, parasal hedefleme stratejisinin yerine, döviz

kuru hedeflemesi stratejisinin tercih edilmesinin en temel gerekçelerinden biridir (Rebelo ve Végh, 1995: 5-21).

2.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Enflasyon hedeflemesi, enflasyonun önceden belirlenen zaman dilimi içerisindeki seyrine ilişkin belirli bir düzeyin ya da hedef aralığının kamuoyuna resmen ilan edilmesini zorunlu kılan bir stratejidir (Bermanke vd., 1999: 4). Bu stratejinin uygulamaya konulması, parasal otoritenin tam fiyat istikrarı (sıfır enflasyon) yerine, düşük ve istikrarlı enflasyon hedefini tercih ettiğini göstermektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel özellikleri aşağıdaki noktalarda toplanabilir (Svensson, 2002: 772; Leiderman ve Svensson, 1995: 1):

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile sayısal bir enflasyon hedefi kamuoyuna açıkça ilan edilir. Enflasyona ilişkin “sayısal” bir hedefin ilan edilmesi, enflasyon hedeflemesinin en önemli ayırt edici özelliklerinden biridir. Başka bir ifade ile sayısal enflasyon hedefi ilan edilmediği sürece, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı ileri sürülemez. Söz konusu sayısal hedef, belirli bir aralık ya da belirli bir nokta şeklinde belirlenebilir. Bazı uygulamalarda, açıklanan nokta hedef, belirli bir tolerans aralığı ile uygulanır. Sayısal enflasyon hedefi, spesifik bir fiyat endeksinin tercih edilmesini ifade eder.
- Enflasyon hedefi, parasal ve mali otoritenin ortak kararı ile ya da sadece parasal otorite tarafından ilan edilebilir.
- Merkez bankasının para politikası araçlarını, enflasyon hedefi ile tutarlı bir şekilde uygulaması, enflasyon ile mücadele açısından son derece önemlidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde, merkez bankası araç bağımsızlığına sahiptir.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi kamuoyu açısından rahatlıkla anlaşılır bir yapıya sahiptir. Merkez bankası, hükümet ve diğer ilgili birimlerle sürekli iletişim halindedir. Öte yandan, enflasyonla mücadele performansı hakkında ayrıntılı verileri içeren raporlar belirli periyotlarla yayınlanır (Mishkin, 2000: 106).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi 1990 yılında Yeni Zelanda ve Şili’de, 1991’de Kanada ve 1992’de İngiltere tarafından uygulanmaya başlandıktan sonra gerek kamuoyunun ve gerekse akademik çevrelerin konuya ilgisi artmış ve bu stratejinin gelişmiş ülkelerin yanı sıra bir çok gelişmekte olan ülke tarafından da benimsenmesi gündeme gelmiştir. Bu stratejiyi benimseyen ülkelerin ortak karakteristiği üç noktada toplanabilir (Freedman, 2001: 4; Brash, 2002: 100):

- Enflasyonun görece olarak yüksek düzeylerde seyrettiği bir geçmişin varlığı
- Zorunlu ya da ihtiyari olarak dalgalı kur rejiminin tercih edilmiş olması

44 Seyfettin Erdoğan

- Gerek döviz kuru gerekse parasal büyüklüklerin nominal çıpa olarak gözden düşmesi sonucu görece olarak uzun vadeli bir politika hedefinin ön plana çıkması
- Gerek finansal piyasalar gerekse reel sektördeki enflasyonist beklentileri azaltarak dezenflasyonun iktisadi ve sosyal maliyetlerini azaltma isteğinin öncelikli bir hedef olarak benimsenmesi

Merkez bankasının araç bağımsızlığına kavuşturulması, politika uygulamalarına ilişkin şeffaflık ve hesap verebilirlik düzeyinin artırılması, fiskal baskınlığın azaltılması, güçlü finansal yapı ve hedeflenen tek değişkenin enflasyon olması, enflasyon hedeflemesinin başarısı için gerekli temel ön koşullardır. Gelişmekte olan ülkelerde, kamu borç stokunun yüksek boyutlara ulaşması nedeniyle, monetizasyon tehlikesinin sürmesi, fiskal baskınlığın azaltılmasına yönelik tedbirlerin görece olarak daha çok önemsenmesi gereğini gündeme getirmektedir. Kuşkusuz, bu ülkelerde mali disiplin sağlanmadığı sürece, enflasyon hedeflemesi stratejisini başarılı bir şekilde uygulamak olanaksızdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyonu kontrol etmede çeşitli avantajları vardır. Söz konusu avantajları aşağıdaki noktalarda toplamak mümkündür:

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, para politikasının şeffaflık düzeyini artırırken, para politikası yapımcılarının da daha sorumlu bir konuma gelmesini sağlar. Şeffaflık ve sorumluluk ilkelerinin uygulanması ile birlikte politika yapımcılarının güvenilirlik düzeyi yükselir. Güvenilirliğin tesisi, halkın beklentilerinin açık ve kesin olmasını sağlar. Tüketiciler ve firmalar merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama konusunda taahhüt altına sokulduğuna inanırlar ise, daha düşük nominal ücret artışlarını kabul ederler. Öte yandan güvenilirliğin tesisi ile birlikte enflasyon oranları daha düşük düzeylerde seyredeceği gibi enflasyon artışı nedeniyle ekonomideki çeşitli varlıkların fiyatlarına yansıtılan risk primi oranı da azalır. Bu ortamda uzun vadeli iktisadi kararların alınması ve uygulanması daha kolaydır. Böylece anti - enflasyonist politikaların ekonomide meydana getireceği daraltıcı etkilerin giderilmesinde önemli bir avantaj sağlanmış olur (Kahn ve Parrish, 1998: 6-7).
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması ile birlikte, enflasyon belirsizliği azalır. Enflasyon belirsizliğinin azalması, iktisadi istikrarın sağlanması açısından son derece önemlidir. Çünkü, uzun vadeli iktisadi kararların alınması ve uygulanmasında sadece düşük enflasyon değil, aynı zamanda enflasyon belirsizliğinin azalması da etkilidir. Enflasyona ilişkin belirli bir hedefin kamuoyuna açıkça ilan edilmesi, enflasyon belirsizliğini ve dolayısıyla görece fiyatların oynaklık düzeyini azaltarak, fiyat mekanizmasının iktisadi birimlerin kararlarının yönelimindeki fonksiyonelliğine işlerlik kazandırır. Tasarruf ve yatırım kararlarının, fiyat belirsizliği kaygısı olmadan alınması ekonominin genel verimlilik

düzeyinin artmasına da katkı sağlar (Bernanke vd., 1999: 23; Croce ve Khan, 2000).

- Şeffaflığın artması ile birlikte, para politikası yapıcılarının sorumluluğu artar. Yani, kamuoyuna açıklanan hedeflerden sapılması durumunda politika yapıcılardan hesap sorma ve cezalandırma imkanı doğar. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, hedeflenen rakamlara ulaşmayı engelleyen bazı makul sebepler söz konusu olabilir. Örneğin petrol fiyatlarında ortaya çıkan beklenmedik fiyat artışları, enflasyon oranlarındaki geçici yükselme eğilimine müdahale etme gücünü azaltabilir. Ancak bu durumun geçici olduğu açıktır. Bunun dışında para politikasının yanlış yönetimi nedeniyle hedeflere ulaşılmazsa, hükümet merkez bankasını sorumlu tutabilir. Nadiren de olsa para politikası yapıcıları işten çıkarılabilir ya da merkez bankası ile ilgili çeşitli düzenlemelere gidilebilir (Kahn ve Parrish, 1998: 7).
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ortaya çıkardığı hesap verebilirlik ilkesi, politik kaygılarla gündeme gelen enflasyonist para politikası uygulamalarını önleyeceği gibi, zaman tutarsızlığı probleminden sakınmayı da mümkün kılar. Hatta merkez bankasının enflasyonu kontrol etmesinin zorunlu olduğunu kabul eden politik bir ortam oluşur (Mishkin, 1997: 22-23).

Enflasyon hedeflemesi stratejisine yöneltilen çeşitli eleştiriler vardır. Söz konusu eleştirileri aşağıdaki noktalarda toplamak mümkündür:

- Parasal otoriteler, döviz kurları ve parasal büyüklüklere kolaylıkla müdahale edebilir. Ancak aynı kolaylığı enflasyonun kontrolünde görmek oldukça zordur. Başka bir ifade ile, enflasyon hedeflemesi stratejisinde ilan edilen hedef, merkez bankasının kontrolünde olan bir değişken değildir. Bilindiği gibi, para politikası uygulamalarının enflasyonist etkilerini ancak uzun bir gecikme periyodundan sonra görmek mümkündür. Dolayısıyla, merkez bankası ilan ettiği hedefe ulaşacağını taahhüt etse de, sadece enflasyon hedeflemesi ile bireylere ve piyasalara para politikasının yönelimi konusunda hemen ve kesin bilgi vermek imkansızdır. Örneğin cari dönemde hedeflenen düşük oranlı bir enflasyon oranına rağmen uygulanan para politikası karşısında piyasanın göstereceği tepki istenilmeyen sonuçlara yol açabilir. Hedeflerin tutturulamaması anlamına gelen böyle bir durumda merkez bankasının iktisadi birimler açısından yol gösterici olma işlevi zayıflar. Dolayısıyla kredibilitenin tesisi güçleşir (Mishkin, 1997: 24; Laubach, 1999: 15).
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, mali disiplinin sağlanması yönünde yetersiz kalabilir. Bu stratejinin başarılı olması her şeyden önce sağlam bir mali yapı ile birlikte istikrarlı bir finansal sisteme bağlıdır. Başka bir ifade ile kamu açıklarının sürdürülebilirliği ve güçlü bir finansal sistem, enflasyon hedeflemesi strate-

jisinin ön koşullarıdır. Mali açıkların yüksek düzeylerde seyrettiği ekonomilerde, enflasyon hedeflemesi rejiminin sürdürülebilirliği olanaksızdır. Çünkü geniş kamu açıkları nedeniyle monetizasyon ya da devalüasyon uygulamalarına gidildiğinde, kaçınılmaz sonuç yüksek enflasyondur. Öte yandan, zayıf finansal sisteme sahip gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon oranlarında istikrarsız dalgalanmalar gözlenebilir (Mishkin, 2000: 107).

- Yüksek düzeyli ya da kısmi dolarizasyon olgusu, enflasyon hedeflemesi strateji açısından ciddi sorunlara yol açabilir. Gelişmekte olan ekonomilerin bir çoğunda, firma, hane halkı ve banka bilançoları incelendiğinde iktisadi faaliyetlerin önemli bir bölümünde dolar kullanıldığı açıkça görülür. Öte yandan gelişmekte olan ekonomilerdeki uzun vadeli borçlar, geniş ölçüde dolar ile ifade edilmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin, nominal döviz kurunun esnekliğini zorunlu kıldığı gerçeği göz önüne alındığında döviz kurunda dalgalanmaların gözlenmesi şaşırtıcı değildir. Kurlardaki büyük ve ani değer kayıpları, dolar cinsinden ifade edilen borç yükünün şişmesine, bilançoların kayda değer ölçüde tahrip olmasına ve finansal krizin tetiklenmesine yol açar (Mishkin, 2000: 107).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemlerde, her ne kadar nominal döviz kurunun esnekliği zorunlu olarak görülmekte ise de, gelişmekte olan ülkelerde döviz kurundaki istikrarsızlıkların yol açtığı sorunlar, daha temkinli davranmayı gerekli kılabilir. Bu anlamda yapılacak en somut düzenleme, kur hareketlerini sınırlamaktır. Ancak unutmamak gerekir ki, “hedeflenen tek değişkenin enflasyon olması”, enflasyon hedeflemesinin ön koşulları arasında yer almaktadır. Döviz kurlarındaki istikrarsızlıklar üzerinde aşırı yoğunlaşmak, Macaristan’da gözlemlendiği gibi, enflasyon hedefini gölgede bırakabilir. Macaristan’da enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesine rağmen, döviz kuruna ilişkin band hedefi (± 15)’nin sürdürüleceği kararlaştırılmıştır. Bu tür bir uygulamanın en önemli mahsuru, hedefler arasında bir çatışma ortaya çıktığında, ciddi bir güvenilirlik probleminin ortaya çıkma olasılığıdır (Jonas ve Mishkin, 2003:45).

Bütün dezavantajlarına rağmen enflasyon hedeflemesi stratejisi, özellikle gelişmiş ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanmaktadır. Aşağıdaki Tablo’da da görüldüğü gibi, bu stratejiyi uygulayan gelişmiş ülkelerde, enflasyon oranında ciddi bir düşme eğilimi gözlemlendiği gibi, büyüme oranında görece bir artış ortaya çıkmıştır.

Tablo 1. Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Bazı Ülkelerde Enflasyon ve Büyüme Oranları

Ülkeler	Stratejiye Geçiş Tarihi	Enflasyon Oranları*		GSYİH Büyüme Oranları*	
		Önce	Sonra	Önce	Sonra
Yeni Zelanda	Aralık 1989	11.44	1.75	1.61	2.62
Kanada	Şubat 1991	6.29	1.59	2.42	2.98
İsrail	Aralık 1991	111.08	8.59	3.70	4.61
İngiltere	Ekim 1992	7.19	2.62	1.81	2.80
İsveç	Ocak 1993	7.81	1.46	1.50	2.33
Finlandiya	Şubat 1993	6.62	1.49	2.05	4.01
Avusturya	Nisan 1993	7.35	2.25	2.85	4.34
İspanya	Kasım 1994	8.69	2.96	2.37	3.38

* Enflasyon oranları ile GSYİH büyüme oranları için 1990-2000 döneminin ortalaması alınmıştır.

Kaynak: (Quispe-Agnoli, 2001:2)

III. Alternatif Parasal Stratejilerin Politika Uygulamalarının Etkinliği Açısından Karşılaştırılması

Genel bir bakış açısı ile değerlendirildiğinde enflasyon hedeflemesi, diğer para politikası stratejilerinin sahip olmadığı avantajlara sahiptir. Her şeyden önce enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi stratejisinin aksine, para politikasını ulusal ekonomideki olası şoklara göre yönlendirme olanağı sağlar. Öte yandan parasal hedefleme stratejisi ile karşılaştırma yapıldığında da benzer bir sonuç ortaya çıkar. Buna göre, enflasyon hedeflemesi stratejinin başarısı açısından, enflasyon ile parasal büyüklükler arasında istikrarlı bir ilişkinin tesisi zorunlu değildir. Enflasyon hedeflemesi stratejinin uygulanması halinde, fiyat istikrarı hedefine ulaşmak üzere iktisadi faaliyet hacminin seyrine ilişkin bütün enformasyon detaylı bir şekilde analiz edilerek en makul para politikası aracı tercih edilir (Mishkin, 2000: 105).

Para politikası stratejilerinin karşılaştırılması aşağıdaki kriterler esas alınarak yapılabilir:

3.1. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik Kriteri

Enflasyon hedeflemesinin politika uygulamalarının etkililiği açısından en önemli özelliği, kamuoyu ile iletişim kurularak yürütülen bir strateji olmasıdır. Aslında para politikasına ilişkin enformasyonun kamuoyu ile paylaşılması, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamayan ülkelerde de gözlenen bir uygulamadır. Enflasyon hedef-

lemesi stratejisinin ayırt edici özelliği, politika uygulamalarının başarısının hükümet, parlamento ve kamuoyu ile kurulacak etkili bir iletişim stratejisine bağlı olmasıdır. Bu nedendir ki, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankası tarafından yayınlanan dokümanlar sayesinde iktisadi birimler ile etkili bir iletişim kurulmaktadır. Enflasyon raporu, en çok kullanılan iletişim aracıdır. Enflasyon raporu ile birlikte, politika uygulamaları konusundan bilgi veren diğer yayınlar, parasal otoriteye aşağıdaki olanakları sağlar (Mishkin ve Savastano, 2001: 429):

- Parasal otorite, enflasyon raporu ile geçmiş ve gelecek dönem enflasyon performansına ilişkin görüşlerini kamuoyu ile paylaşır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin rasyonelleri dahil, para politikasının hedefleri ve sınırları açıkça ilan edilebilir. Parasal otorite, böylelikle önceden ilan edilen hedeflere ulaşma konusunda “ne ölçüde” başarılı olabileceğine ilişkin bilgileri iktisadi birimlere aktarmış olur.
- Enflasyon hedefinin sayısal değerinin nasıl belirlendiği ayrıntılı bir şekilde anlatılabilir.
- Cari ekonomik koşullar esas alınarak hedeflenen enflasyon oranına nasıl ulaşılabileceği açıklanabilir.
- Hedeflerden sapma gerekçeleri ayrıntıları ile izah edilebilir.

Enflasyon hedefinin açıkça ilan edilerek iktisadi birimler ile etkili bir iletişim ağının kurulması, merkez bankasının piyasalara gerçek niyetini açıklaması anlamına gelir ve kurumun şeffaflık düzeyini artırır. Dolayısıyla enflasyonun gelecekteki seyrine ilişkin belirsizlik düzeyi azalmış olur. Yukarıda da ifade edildiği gibi, enflasyon belirsizliğinin azalması, politika uygulamalarının etkililiği açısından son derece önemlidir. Çünkü gelecek dönem enflasyonunun belirsizliği, uzun vadeli tasarruf ve yatırım kararlarını negatif yönde etkilediği gibi, görece fiyatlardaki oynaklığın belirgin bir hal almasına ve ayrıca finansal piyasaların yanısıra emek piyasalarındaki kontratların enflasyon riski esas alınarak görece olarak kısa vadeli bir perspektif ile bağitlanmasına yol açar (Bernanke ve Mishkin, 1997: 106).

Parasal otoritenin şeffaflık düzeyinin artması, enflasyon belirsizliğinin azalmasına katkı sağladığı gibi, para politikası uygulamalarında gözlenen gecikme sürelerinin kısalmasına da katkı sağlar. Para politikaları şeffaf bir şekilde uygulandığında, fiyat ve ücret kararları istenilen sürede etkilenebilir (DeBelle, 1997: 17). Söz konusu değişkenlerin istenilen sürede etkilenebilmesinin, politika etkililiği açısından son derece önemli olduğu gayet açıktır.

3.2. Açıklık ve Anlaşılır Olma Kriteri

Bir para politikası stratejisinin başarısı, her şeyden önce açık ve anlaşılır olmasına bağlıdır. Diğer para politikası stratejilerinin aksine enflasyon hedeflemesi stratejisi ile hedeflenen değişken, iktisadi birimler tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve takip edilebilir özelliktedir.

Anlaşılabilirlik kriteri açısından karşılaştırma yapıldığında, sadece enflasyon hedeflemesinin değil, parasal hedefleme stratejisinin de kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılır olduğu ileri sürülebilir. Nitekim, anlaşılabilirlik parasal hedefleme stratejisinin temel avantajlarından biridir. Ancak bu kriter esas alınarak bir karşılaştırma yapıldığında, enflasyon hedeflemesinin görece olarak daha avantajlı bir strateji olduğu rahatlıkla söylenebilir. Çünkü, kamuoyunun enflasyondaki değişiklikleri parasal büyüklüklerdeki değişikliklerden daha kolay takip edebileceği gayet açıktır (Bernanke ve Mishkin, 1997:106).

Önemle belirtmek gerekir ki, açıklık ve anlaşılabilirlik, parasal bir stratejinin başarısı açısından tek başına yeterli bir ölçüt değildir. Nominal çıpa olarak seçilen değişkenin, bireylerin gelir ve servet düzeyi üzerindeki etkisi de son derece önemlidir. Bu anlamda, enflasyon oranı, görece olarak en fazla etkili olan bir değişkendir. Dolayısıyla, gerçek satın alma gücünü belirleyen bir değişkenin, doğrudan hedeflenmesi, beklentilerin yönelimi açısından oldukça etkili olacaktır.

3.3. Bağımsız Para Politikası Uygulayabilme Kriteri

Parasal otoritenin politik baskılara maruz kalmadan para politikasını iktisadi koşullara uygun olarak yürütmesi, iktisadi istikrarın sağlanmasına pozitif katkı sağlar. Parasal otoritenin para politikası araçlarını seçme inisiyatifine sahip olması, araç bağımsızlığı kavramı ile ifade edilir.

Diğer parasal stratejilerin aksine merkez bankasının bağımsızlık düzeyinin artırılması, enflasyon hedeflemesi stratejisinin en önemli ön koşullarından biridir. Bu stratejiyi uygulamak isteyen ülkeler her şeyden önce merkez bankasının araç bağımsızlığını sağlayıcı düzenlemeleri gerçekleştirirler. Araç bağımsızlığını elde eden merkez bankaları, önceden belirlenen fiyat istikrarı hedefine uygun parasal araçları seçerek uygulama olanağını elde eder.

Nominal çıpaya dayalı istikrar programları yürüten bir çok ülkede, merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olduğu hatırlatılabilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ayırt edici özelliği, parasal otoritenin bağımsızlığının temel ön koşullardan biri olarak kabul edilmesidir.

3.4. Esneklik Kriteri

Politika uygulamalarının çok katı kurallar ile sınırlandırılması halinde, olası bir şok karşısında gerekli önlemlerin alınması oldukça güçleşir. Para politikası stratejilerinin avantajları üzerinde durulurken de ifade edildiği gibi, döviz kuru hedeflemesini uygulayan ülkelerde parasal otorite, para politikası üzerindeki insiyatifini kaybeder. Çünkü döviz kuru hedeflemesi stratejinin uygulanması halinde para arzı artışı kur hedefi göz ardı edilerek uygulanamaz. Buna karşın enflasyon hedeflemesi strateji, para politikasını ekonomik koşullara uygun olarak kullanma olanağını ortadan kaldırmaz. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesini çok katı bir uygulama olarak değerlendirmem gerekir. Diğer bir ifade ile enflasyon hedeflemesi katı bir kural olmaktan çok, para politikası için “sınırlanmış ihtiyarlık” kısıtına bağlı olarak oluşturulmuş bir çatı şeklinde değerlendirilmelidir. (Bernanke ve Mishkin, 1997: 106).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde merkez bankalarının, gelecek dönem enflasyon hedefine ulaşmak üzere para politikasını ihtiyari bir şekilde kullanma olanağının görece olarak daha fazla olması, kredibilite açısından sakıncalı bir durum olarak görülebilir. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, enflasyon hedeflemesi, şeffaflık ve hesap verebilirlik kriterlerine uygun bir strateji olduğundan dolayı iktisadi istikrarın sağlanmasında kredibilite kaybına yol açmadan esnek davranma olanağı sağlar. (Schmidt-Hebbel ve Tapia, 2002: 128).

Parasal otoritenin esnek davranma olanağının, parasal hedefleme stratejisinin uygulandığı dönemlerde de tamamen ortadan kalkmadığı ileri sürülebilir. Bu iddianın haklılık payı taşıdığı ortadadır. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, parasal büyüklüklere ilişkin hedeflerden sapıldığında, stratejinin terk edilmesi tehlikesi ortaya çıkabilir.

Esnek politika uygulama olanağının varlığı, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından gereklidir. Çünkü, bu ülkelerde, içsel ve dışsal şoklara maruz kalma olasılığı daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerde gözlenen ani ve görece olarak büyük şoklar, ciddi iktisadi krizlerin ortaya çıkmasına yol açabilir. Kalıcı hasarlara yol açan krizlerin önlenmesi ya da en azından etkilerinin hafifletilmesi için politika uygulayıcılarının çok katı kurallar ile sınırlandırılmaması gerekir.

Enflasyon hedeflemesi stratejinin, politika uygulamalarında esnek davranma olanağını sağlaması, ani ve büyük şoklara maruz kalan gelişmekte olan ülkelerde para politikasının etkililiğini artırmaktadır.

3.5. Nominal Çıpanın Kontrol Edilebilirliği Kriteri

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili en önemli eleştirilerden biri, enflasyonun yetkili otoriteler tarafından öngörülebilir ve kontrol edilebilir bir değişken olmadığıdır. Bu bakış açısına göre, kontrol edilemeyen bir değişkeni nominal çıpa olarak tercih etmek politika uygulamalarının etkililiği açısından son derece sakıncalıdır.

Son yıllarda birçok ülke deneyimi açıkça göstermiştir ki, döviz kuru ve parasal büyüklükler de kolaylıkla kontrol edilebilir değişkenler değildir. Bu anlamda, dar tanımlı parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki istikrarlı bir ilişki olmadığı gözlenmiştir. Çünkü, son yıllarda finansal piyasalarda ortaya çıkan gelişmelerin sonucunda, finansal enstrümanların sayısı sürekli artmaktadır. Paranın ölçümü konusunda yaşanan güçlükler ve para talebinin istikrarsız bir görüntü sergilemesi, parasal büyüklüklerin kontrolü konusundaki kuşkuları artırmış ve dolayısıyla parasal hedefleme stratejisinin demode bir strateji olmasına yol açmıştır. Öte yandan sermaye hareketlerinin serbest olduğu günümüz dünyasında döviz kurlarını belirli bir düzeyde tutmak ya da kurların seyrini net olarak öngörmek de hayli güç olmaya başlamıştır. Diğer bir ifade ile, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte, döviz kurları, kontrol edilebilir bir değişken olmaktan uzaklaşmıştır.

IV. Sonuç

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

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

Ancak önemle belirtmek gerekir ki, enflasyon ile mücadelede hiçbir para politikası stratejisi tek başına sihirli bir çözüm değildir. Bazı Latin Amerika ülkelerinin deneyimlerini inceleyen Mishkin ve Savastano (2002: 45-82) tarafından da ifade edildiği gibi, düşük enflasyon oranlarının kalıcı bir şekilde sürdürülmesinde öncelikli sorumluluk siyasal iktidarlara aittir. Bu anlamda başta sağlam mali yapı olmak üzere istikrarlı bir kurumsal ortam oluşturulmadıkça, para politikası stratejilerinin başarısı olanaksızdır. Yüksek borç stokunun baskısı nedeniyle zayıf ve oynak bir görüntü sergileyen mali ve finansal yapı, enflasyonist beklentilerin kırılmasını önlediği gibi, uygulanmakta olan stratejinin çökmesine de yol açabilir.

A Comparative Assessment on the Alternative Monetary Policy Strategies

Abstract: The views put forward against discretionary policies and inflation costs resulted in the change of the precedence sequence of monetary policy targets. In recent years, price stability has been accepted the primary target of the monetary policy in many developed and developing countries. This development led to the advent of the alternative monetary policy strategies. Monetary targeting, exchange rate pegging and inflation targeting, are the basic monetary strategies. The country practices have shown that all of the so called strategies haven't been successful in reaching the desired targets at the same level. The aim of this paper is to compare the alternative monetary strategies in terms of the effectiveness of the policy applications.

Key Words: Monetary Policy Strategies, Exchange Rate Pegging, Monetary Targeting, Inflation Targeting,

Kaynakça

- Bernanke, Ben S. ve Frederic S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *The Journal of Economic Perspectives*, 11, (2), 97-116.
- Bernanke, Ben S. vd. (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton Uni. Press.
- Bofinger, Peter (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford Uni. Press.
- Brash, Donal T. (2002), "Inflation Targeting: New Zealand's Experience Over 14 Years", *The North American Journal of Economics and Finance*, 13, 99-112.
- Calvo, Guillermo A. ve Carlos A. Végh (1997), "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries", 1-93. <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp1.pdf>

- Calvo, Guillermo A. ve Carlos A. Végh (1994), "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", *Contemporary Economic Policy*, 12, 35-45.
- Calvo, Guillermo A. ve Frederic S. Mishkin (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries", *NBER Working Paper*, No:9808, 1-42.
- Castro, Vitor and Francisco José Veiga (2004), "Political Business Cycles and Inflation Stabilization", *Economics Letters*, 83, 1-6.
- Castro, Vitor and Francisco José Veiga (2002), "Political Business Cycles and Inflation Stabilization", 1-33. http://www.eeg.uminho.pt/economia/nipe/fjveiga/ERBS_MBS.pdf
- Croce, Enzo ve Mohsin S. Khan (2000), "Monetary Regimes and Inflation Targeting", *Finance & Development*, 37, (3).
- Debelle, Guy (1997), "Inflation Targeting in Practice", *IMF Working Paper*, WP/97/35, 1-34.
- Dueker Michael ve Andreas M.Fischer (2001), "The Mechanics of A Successful Exchange-Rate Peg: Lesson From Emerging Markets", *Studienzentrum Gerzensee, Stiftung Der Schweizerischen National Bank Working Paper*, No:01.02, 1-37.
- Fischer, Stanley (1996), "Maintaining Price Stability", *Finance & Development*, December, 34-37.
- Freedman, Charles (2001), "Inflation Targeting and the Economy: Lessons from Canada's First Decade", *Contemporary Economic Policy*, 19, (1), 2-19.
- Jonas, Jiri ve Frederic S. Mishkin (2003), "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects", *NBER Working Paper*, No:9667, 1-62.
- Kahn, George A. ve Klara Parrish (1998), "Conducting Monetary Policy With Inflation Targets", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 83, (3), 5-32.
- Kenen, Peter B. (2000), "Fixed Versus Floating Exchange Rates", *Cato Journal*, 20, (1), 109-13.
- Laubach, Thomas (1999) "Signalling with Monetary and Inflation Targets", *Center for Financial Studies Working Paper*, No:1999/05, 1-29.
- Leiderman Leonardo ve Lars E.O.Svensson (1995), "Introduction", *Inflation Targets*, Ed. By Leiderman ve Svensson, CEPR, 1-18.
- Miller, Roger LeRoy ve David D. VanHoose (1993), *Modern Money and Banking*, McGraw - Hill, Inc.
- Mishkin, Frederic S. (2000), "Inflation Targeting in Emerging - Market Countries", *The American Economic Review*, 90, (2), 105-9.
- Mishkin, Frederic S. (1999), "International Experience with Different Monetary Policy Regimes", *Journal of Monetary Economics*, 43, 579-605.
- Mishkin, Frederic S. (1997), "Strategies for Controlling Inflation", *NBER Working Paper*, No:6122., 1997, 1-49.
- Mishkin Frederic S. ve Miguel Savastano (2001), "Monetary Policy Strategies for Latin America", *Journal of Development Economics*, 66, 415-44.

- Mishkin Frederic S. ve Miguel Savastano (2002), "Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Lessons from Latin America", *Comparative Economic Studies*, XLIV, (2), 45-82.
- Obstfeld, Maurice ve Kenneth Rogoff (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *The Journal of Economic Perspectives*, 9, (4), 73-96.
- Oktar Suat, *Enflasyon Hedeflemesi*, İstanbul:Bilim-Teknik Yayınevi, 1998.
- Quispe- Agnoli, Myriam (2001), "Monetary Policy Alternatives for Latin America", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Third Quarter, 1-11.
- Rebelo, Sergio ve Carlos A. Végh (1995), "Real Effects of Exchange Rate - Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories", *NBER Working Paper*, No:5197, 1-60.
- Rebelo, Sergio (1997), "What Happens When Countries Peg Their Exchange Rates? (The Real Side of Monetary Reforms)", *NBER Working Paper*, No:6168, 1-39.
- Schmidt-Hebbel Klaus ve Matias Tapia (2002), "Inflation Targeting in Chile", *The North American Journal of Economics and Finance*, 13, 125-46.
- Schmid, Peter (1999), "Monetary Targeting in Practice: The German Experience", *Center for Financial Studies Working Paper*, No:1999/03, ss.
- Svensson, Lars E.O. (2002), "Inflation Targeting: Should It Be Modeled as An Instrument Rule or A Targeting Rule?" *European Economic Review*, 46, 771-80.