

ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ OLARAK NOMİNAL GSYİH HEDEFLEMESİ: KARŞILAŞTIRMALI BİR ANALİZ

Fatih MANGIR¹

Cemil ERTEM²

ÖZET

2008 kriz sonrası ortaya çıkan ekonomik konjonktür, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısının sorgulanmasına ve alternatif para politikalarının tartışılmasına neden olmuştur. Bu tartışmalar içinde yer alan Jeffery A. Frankel'in de içinde olduğu birçok iktisatçının önerisi, Nominal GSYİH hedeflemesidir.

Finansal istikrarsızlık, yüksek işsizlik, durgunluk vb. sorunların çözümünde enflasyon hedeflemesi politikası etkisiz kalmış ve enflasyonun yanında başka ekonomik hedeflerinde kontrol edilebildiği para politikası rejimlerine ihtiyaç artmıştır.

Bu nedenden dolayı bu çalışmada, enflasyon hedeflemesi rejimine kadar para politikasının tarihsel gelişimi incelenecektir. Son olarak, enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajları ve dezavantajları tartışılacak, Nominal GSYİH hedeflemesiyle karşılaştırmalı analizi yapılacaktır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Merkez Bankası, Enflasyon Hedeflemesi, Nominal GSYİH hedeflemesi

Jel Kod: E42, E52, E58

¹ Doç.Dr., Selçuk Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Konya, fmangir@selcuk.edu.tr

² Dr., İstanbul Üniversitesi, İstanbul, ertemcemil@gmail.com

NOMINAL GDP TARGETING AS AN ALTERNATIVE MONETARY POLICY: A COMPARATIVE ANALYSIS

ABSTRACT

Economic conjuncture following the crisis of 2008, has led to the question of the inflation targeting regime's success and to discuss alternative monetary policies. Nominal GDP targeting is one of the suggested policies by several economists participated in this discussion including Jeffery A. Frankel.

Policy of inflation targeting regime has been ineffective to solve such problems as financial instability, high unemployment, recession and necessities of monetary policies regime targeting economic goals other than inflation have been risen up.

For this reason, the historical development of monetary policy till inflation targeting regime will be examined. Finally, the pros and cons of inflation targeting regime will be discussed and comparative analyzes will be conducted with nominal GDP targeting.

Key Words: Monetary Policy, Central Bank, Inflation Target, Nominal GDP Target

Jel Code: E42, E52, E58

GİRİŞ

2008 yılında ABD başlayan ekonomik krizle birlikte ortaya çıkan likitide sıkışıklığı para politikalarının resesyona başa çıkma başarısının sorgulanmasına neden olmuştur. Enflasyon rejimi benimseyen birçok merkez bankasının fiyat istikrarına odaklanırken finansal sistem, talep yetersizliği, işsizlik ve büyümeden kaynaklanan riskleri göz ardı etmemesi gerektiği yönünde söylemler ağırlık kazanmaya başlamıştır. Harvard Üniversitesi'nden ekonomisti ve Clinton dönemi ekonomi danışmanı Jeffrey Frankel 1990 yılında Yeni Zelanda'da başlayan enflasyon hedeflemesi rejiminin 2008 mortgage krizi ile sona erdiğini ancak daha uygun bir hedeflemenin bulunmadığı için ölüm ilanının verilmesinin geciktiği artık onunda çaresi olarak nominal GSYİH hedeflemesi rejiminin kabul edilmesi gerektiğini belirtmiştir.

1990 yılında ilk resmi uygulamasından sonra enflasyon hedeflemesi rejimi dünya genelinde yaygın bir kullanım alanı kazanmış ve günümüzde otuz yakın ülkede kapalı veya açık enflasyon hedeflemesi uygulamıştır. Bunlardan sadece Eurozone ülkeleri bu rejimi bırakmış diğer bütün ülkeler devam etmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin temel sütunları, halkla iletişim ve şeffaflık mekanizmasıdır. Böylece para politikası, faiz ve enflasyon hakkında belirsizlikler azalmakta ve para politikası kamunun tartışılmasına açık hale gelmektedir. Ayrıca hedeflerin açıkça ilan edilmiş olması ve istihdam büyüme gibi hedeflerin olmaması gibi nedenlerden

dolayı enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları zaman tutarsızlığı tuzağına (time-inconsistency trap) düşmelerini engelleme potansiyeline sahiptir (Mishkin, 2000).

Ancak, yaşanan son kriz enflasyon hedeflemesi rejiminin bir takım eksikliklerini ortaya çıkarmış ve enflasyon ile faiz üzerinde para politikasının etkisi ve geleceği üzerine tartışmaların başlamasına neden olmuştur. Bu konuda en dikkat çekici eleştiri ise para politikasının gücünün azaldığı ve krizler için bir ortamın oluşmasına neden olduğu yönündedir. Enflasyon hedeflemesinin en iyi para politikası stratejisi olup olmadığı ve büyümenin desteklenmesini sağlayacak alternatif para politikalarının uygulanması gerekliliği yine en temel tartışmalardan biridir.

Bu çalışmanın amacı enflasyon hedeflemesi stratejisine kriz sonrası perspektiften bakmak ve dışsal şoklara/ arz şoklarına maruz kalan dışa açık bir ekonomide enflasyon hedeflemesinin sahip olduğu araçlarla arzu edilen sonuçlara ulaşmadaki gücünü analiz etmektir. Daha sonra, büyümeyi daha çok destekleyen bir para politikası uygulaması olarak Nominal GSYİH hedeflemesi tartışılacaktır.

I. Enflasyon hedeflemesi politikasının analizi

IMF ve uluslararası finansal derecelendirme kuruluşlarının ideolojik baskılarıyla birlikte enflasyon hedeflemesi (aslında enflasyon tahmininin şeffaf olarak paylaşılması) yaklaşımı “modern” para politikasının temel ilkesi haline dönüştürüldü (Yeldan, 2010). Bu yönlendirme ile merkez bankaları 2008 küresel kriz öncesi para arzı hedeflemesi, kur hedeflemesi gibi çeşitli para politika stratejileri denenmiş ancak başarısız uygulamalar sonrası son dönemde enflasyon hedeflemesi en çok tercih edilen para politikası olmuştur. 2009 kriziyle birlikte para politikaları kur hareketleri ve emtia fiyatlarında yaşanan değişimlere karşı reaksiyonlarında zayıf kalmış, sonuç olarak gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflerini yakalamalarını zorlaştırmıştır. Aynı zamanda enflasyon hedeflerini başarılı kılmak için ekonomik büyüme hedefi geri plana itilmiştir. Gelişmiş ülkelerde ise faiz oranları sıfır seviyelerine yaklaşmış ve bu ülkeler finansal istikrarsızlıkla birlikte geleneksel olmayan para politikalarına başvurulmak zorunda kalmışlardır.

I.1. İktisat Okulları özelinde Para politikası hedefleme stratejilerinin geçirdiği evrim

İktisat tarihinin para politikası belirleyicileri sahip olduğu varsayımlar olup iki temel aktörü beklentiler ve ekonominin genel denge varsayımları olmuştur. Örneğin, klasik okul para arzını sadece alış-veriş yapmakta kullanılan bir enstrüman olarak kabul ederken tam istihdam, rasyonellik gibi varsayımları da diğer kabullenmeleri arasında gösterilebilir. Bu yüzden otomatik dengeleme mekanizmasıyla parayı bir peçe olarak görmüşler ancak ekonomide istikrarın çözümünde mali politikalar yerine para politikalarını tercih etmişlerdir. Keynes ise eksik istihdam ve spekülasyon güdüler varsayımları altında faizi belirleyen temel göstergeler para arzı ve talebidir. Ancak likitide tuzağında para politikaları yerine maliye politikaları tercih edilmelidir.

II. Dünya savaşından 1970’li yıllara kadar uygulanan “Bretton Woods” altına dayalı dolar sisteminin en büyük avantajı fiyat istikrarı ve uluslar arası fiyat dalgalanmalarının yaşanmamasıdır. Bu yüzden Merkez Bankalarının fiyat istikrarı sağlama görevi işsizlik ve büyüme görevlerinin gerisinde kalmıştır. 1973 yılında Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle uluslararası finans piyasalarında paradigma değişimi yaşanmış ve çoğunluklu olarak ülkelerin esnek kur rejimine geçmesi tüm ekonomik aktörler için olduğu gibi para politikaları içinde dönüm noktası olmuştur. Post-Bretton Woods döneminin temel sorunu döviz kuru istikrarsızlığına ek olarak OPEC krizlerine bağlı yüksek enflasyon olmuştur. O dönemde istihdamı arttırmak amaçlı uygulanan genişletici para politikası işsizliği azaltmamış hatta hem işsizlik hem enflasyon ülkelerin aynı anda karşılaştıkları yeni bir sorun olmuştur. İşsizlikle birlikte enflasyonun aynı anda görülmesi, Keynesyen devrimin sona ermesine ve Philips eğrisinin eleştirilmesine neden olmuştur.

1979 yılında FED başkanı Paul Volcker’in parasal büyüklükler üzerinden enflasyonu düşürme kararı enflasyon hedeflemesi uygulamalarına duyulan güveni arttırmış ve iki haneli enflasyon rakamları görevi bıraktığı 1987 yılında % 4'lere yaklaşınca merkez bankalarının enflasyonu kontrol edebilecekleri yönünde görüşler inandırıcılık kazanmıştır. Ancak kısa dönemde faizler %17'lere işsizlik ise %9'lara çıkınca yüksek faiz politikaları eleştirilmeye başlamıştır.

Bu dönemde, Friedman ve Phelps’in liderliğinde gelişen monetarist akım parasal bir değişimin kısa dönemde reel değişkenleri

(reel faiz ve istihdam) etkilese de uzun dönemde hepsinin denge değerine döneceğini ve sadece enflasyonun artacağını savunmuşlardır (Friedman, 1975:21). Merkez bankaları para arzını enflasyonu kontrolü yönünde politikalar uygulamışlardır. Ancak, 1980'lerle birlikte sermaye hareketlerinin hız kazanması ve teknoloji alanında hızlı yaşanan gelişmeler paranın dolaşım hızı kontrolü zorlaşmıştır. Böylece parasal hedeflemenin güvenilirliği azalmış ve merkez bankaları parasal hedeflemeden vazgeçmeye başlamışlardır (Önder, 2005:21).

Fiyat artışlarının nedenini uygulanan para politikaları olarak gören Lucas önderliğinde Yeni Klasik iktisat okulu rasyonel beklentileri enflasyon modellerine dahil ederek revize etmişlerdir. Yeni klasik makro teoriye göre, doğal işsizlik oranı seviyesinde tam istihdama yakın bir düzeyde dengede olan ekonomide, merkez bankasının önceden ilan ettiği parasal genişlemenin konjonktür dalgalarına yol açması imkansızdır (Bacutoğlu, 2014:10).

1980 ve 90'lı yıllarda para politikaları reel konjonktür teorisi tarafından oyun teorileri ile revize edilmiş, para politikalarına zaman tutarsızlığı ve konjonktür dalgaları yaklaşımlarını dahil etmişlerdir. Zaman tutarsızlığı dinamik durumda iktisadi birimlerin öncül ve artçıl eğilimlerinin farklı olacağını anlamına gelmektedir (Akay, 2006: 143).

Sargent ve Wallace (1975)' in eleştirileri doğrultusunda faiz oranı kuralı gibi uygulamaların arzu edilmediği ve rasyonel beklentiler varsayımı altında denge fiyat düzeyinde belirsizliklere yol açtığı ifade edilmektedir (Pehlivanoğlu,2014: 117).

Bu süreçten sonra para politikalarının enflasyon üzerindeki etkisi Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen politikalar arasında piyasa varsayımları ve enformasyon süreci çerçevesinde gelişmiştir. G. Mankiv, J. Stiglitz, G. Akerloff, A. Yellen, O. Blanchard, E. Phelps, D. Romer, B. Bernanke gibi Yeni Keynesyenlerin temel varsayımları piyasa başarısızlığı, eksik rekabet, ücret-fiyat katılıkları, asimetrik bilgi, sınırlı rasyonalitedir.

Yeni Keynesyen Makro Modeller, kısa dönem fiyat katılıkları nedeniyle toplam talebin, reel ekonomik faaliyetlerin temel belirleyicisi olduğu düşüncesini ortaya koymaktadır (Yıldırım, vd., 2010:1270). Böylece monetaristler gibi para politikalarının uzun dönemde enflasyonu etkileyeceği görüşü kabul edilmiş ancak monetaristlerden farklı olarak para miktarı değil nominal faizler ile fiyatların kontrol edilebileceği savunulmuştur.

Bugün birçok merkez bankasının uyguladığı para politikası ise “Yeni uzlaş” modeli olarak adlandırılan “Neo- Wickselleyen” yaklaşımına dayanmaktadır.

Bu uzlaş, Yeni Klasik İktisat ve Reel İş Çevrim Kuramı yaklaşımlarının dönemler arası optimizasyon ve rasyonel beklentiler varsayımı ile Yeni Keynesyen İktisat yaklaşımının eksik rekabet ve maliyetli fiyat ayarlama unsurlarını bir araya getirmektedir (Goodfriend ve King,1997:25). Yeni NeoKlasik Sentez, Keynesin “IS-LM” modelindeki eksikliğini (faizin Merkez Bankası tarafından belirlenmesi) revize ederek “IS-AS-MP” modeli bünyesinde faiz ve enflasyonu modellemiştir.

Woodford, Wicksell’in saf kredi sistemini geliştirerek “parasız para politikası” kavramını geliştirmiştir. Böylece ilerde Taylor kuralına da temel oluşturacak üretim, fiyat değişimleri ile faizlerin uyumlaştırılması modellenmiştir. Yeni uzlaş modeli klasik miktar teorisinden koparak fiyatlar üzerinde faiz oranlarının etkisini ön plana çıkartmakta ve paranın uzun dönemde yansızlığını simgelemektedir. Woodford’a göre doğal faiz oranı fiyat istikrarını sağlayan reel faiz eşitliğini ifade etmektedir. 2008 krizine kadar uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi kriz sonrası yaşanan likitide kıtlığı ve genişletici para politikalarıyla sifıra yaklaşan faiz oranlarının talebi arttıramaması yüzünden eleştirilmiştir.

Temel kuramın “ Deflasyondan kurtulmak için düşük faiz uygula; böylece bireyleri ve firmaları harcamalarını arttırmaları için teşvik etmiş olursun” yönündeki söylemi, ABD ve Japonya’da uzun süre görülen düşük faiz ve düşük enflasyon süreci ile geçersiz kalmış ve Yeni Fisherci görüş tarafından eleştirilmiştir. Aynı zamanda enflasyon hedeflemesi rejimi yerine alternatif rejimler uygulanması yönünde görüşler ortaya çıkmıştır.

1.2. Enflasyon Hedeflemesi, Avantaj ve Dezavantajları

Merkez Bankacılığı sisteminin kuruluşundan itibaren belirlenen temel hedeflerden biri fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Çünkü herhangi bir merkez bankasının (raison d’etre) temel var olma sebebi para piyasalarında sahip olduğu hakim konumudur. Bu yüzden mal ve hizmet satın alımında ulusal paranın satın alma gücünün istikrarlı olmasını sağlamak Merkez Bankacılığının en asli görevi olarak kabul edilmiştir.

1990'larda sabit para rejimi ve bazı parasal hedeflerin kullanılarak para politikasının sürdürülmesinde yaşanan zorluklar geliştirmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi olarak bilinen para politikasını uygulamalarına geçmelerine neden olmuştur (Masson vd.,1997:4). 1990 yılında Yeni Zelanda ilk defa bu politikayı uygulamış ve bu tarihten sonra iktisatçılar ve merkez bankaları para politikası olarak resmi enflasyon hedeflemesi politikalarını daha çok tartışmaya başlamışlardır. Yine birçok ülkenin IMF ile imzaladığı stand-by anlaşmaları çerçevesinde program şartlılığı olarak net uluslararası rezerv performansı kriterine ek olarak," enflasyonu gözden geçirme kriterleri" de dikkate alınmaya başlanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, belirli bir süre de sayısal bir hedefin (veya aralık) ve düşük istikrarlı fiyat oranlarının açıkça temel para politikası hedefi olarak belirtildiğini kamuoyu ile paylaşıldığı bir para politikası olarak tanımlanmaktadır (Bernanke, Laubach, Mishkin &Posen, 1999).

Peki neden Merkez Bankaları diğer para politikası hedefleri yerine enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamak gereksiniminde bulunmaktadırlar? İlk olarak ekonomik büyümenin gerçekleşmesi için para politikasının en önemli katkısının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı olduğu görüşü hakimdir. İkinci olarak para politikasının kısa dönem manipilasyon özelliği yüksek istihdam ve çıktı artışı gibi diğer hedeflerle fiyat istikrarı arasında bir uyumsuzluk ortaya çıkarmaktadır.

Bu yüzden merkez bankaları büyüme ve istihdam yerine faiz politikası ile düşük enflasyon oranları sağlamayı daha etkili bir politika olarak düşünmektedirler. Enflasyon hedeflemesi iki önemli önkoşulu bulunmaktadır (Debelle vd., 1998). Bunlardan ilki merkez bankasının para politikasını belirli bir derecede bağımsız gerçekleştirebilmesidir. Ancak hiçbir merkez bankası hükümetin etkisinden tamamen bağımsız olamaz ve hükümetin uygun gördüğü enflasyon oranının sağlanması için uygulayacağı araçları bağımsız olarak belirleyebilir. Araç bağımsızlığının olması için ülkede mali baskınlığın olmaması gerekmektedir. Mali baskınlıktan (bütçe açığı/GSMH oranı) bağımsız merkez bankası olursa hükümet merkez bankasından borçlanmak zorunda kalmaz ve ihtiyaç duyduğu fonları mali piyasalardan rahatlıkla kullanabilmektedir. Eğer mali baskınlık olursa hükümet piyasadan daha düşük borçlanabilmek

adına düşük faiz oranları isteyecek bu durum Merkez bankasının araç bağımsızlığını uygulamasına engel olacaktır.

Araç bağımsızlığının diğer önkoşulu ise enflasyon hedeflemesi uygulayan Merkez Bankasının ücret, istihdam seviyesi veya döviz kuru gibi diğer hedefleri doğrudan gerçekleştirme hedefinde bulunmamasıdır. Çünkü bu hedeflerin gözetilmesi enflasyondan sapmaya neden olacak böylece para politikasının başarı için kredibilitesini azaltacaktır.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, ilk kez 1990 yılında ve Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlandığı günden bugüne Türkiye dahil 29 ülke tarafından tercih edilmiştir. Bu ülkelerden İspanya, Slovakya ve Finlandiya Avrupa Birliğine girdikten sonra para birliği rejimine geçmişlerdir.

Tablo 1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulayan Ülkelerin Başarısı

Ülkeler	Enflasyon Hedeflemesi Başlangıç Yılı	Gerçekleşen Enflasyon	2009 ortalama enflasyon oranı	Hedef Enflasyon
Yeni Zelanda	1990	3,3	0,8	1/-3
Kanada	1991	6,9	0,3	2+/-1
İngiltere	1992	4	2,2	2+/-1
İsveç	1993	1,8	-0,3	2+/-1
Avusturalya	1993	2	1,9	2/-3
Çek Cumhuriyeti	1997	6,8	1,0	3+/-1
İsrail	1997	8,1	3,3	2+/-1
Polonya	1998	10,6	3,8	2.5+/-1
Brezilya	1999	3,3	4,9	4.5/-2
Şili	1999	3,2	1,5	3+/-1
Kolombiya	1999	9,3	4,2	2/-4
Güney Afrika	2000	2,6	7,1	3/-6
Tayland	2000	0,8	-0,9	0.5/-3
Kore	2001	2,9	2,8	3+/-1
Meksika	2001	9	5,3	3+/-1
İzlanda	2001	4,1	12,0	2.5+/-1.5
Norveç	2001	3,6	2,2	2.5+/-1
Macaristan	2001	10,8	4,2	3+/-1
Peru	2002	-0,1	2,9	2+/-1
Filipinler	2002	4,5	1,6	4.5+/-1
Guatemala	2005	9,2	1,8	5+/-1
Endonezya	2005	7,4	4,6	4/-6
Romanya	2005	9,3	5,6	3.5+/-1
Türkiye	2006	7,7	6,3	6.5+/-1
Sırbistan	2006	10,8	7,8	4/-8
Gana	2007	10,5	19,3	14.5+/-1
Arnavutluk	2009	2,38	2,38	3
Rusya	2014	7,82	11,65	4
Hindistan	2015	5,61	10,87	2-6

Kaynak: Yazarın Hesaplaması

Enflasyon hedeflemesi rejiminde takdir yetkisine dayalı kuralların yerine rehber teşkil eden kurala dayalı politikalar ile fiyat istikrarı sağlanmaya çalışılmaktadır. Ve bu yöntemlerden bir tanesi de Taylor kuralıdır. Kendi ismiyle anılan Standford iktisatçısı John Taylor'a ait Taylor kuralı FED Açık Piyasa Komitesinin faiz kararlarını ifade etmek için kullanılan basit bir fonksiyonu ifade etmektedir.

Taylor kuralı aşağıdaki gibi formüle edilmektedir (Taylor, 1993:202).

$$r = p + 0.5y + 0.5(p - 2) + 2$$

r = federal fon oranı

p = Enflasyon oranı

y = Reel GSYİH'nin potansiyelden sapma yüzdesi

Taylor, bu kural ile FED'e enflasyonun belirlenen hedeften %2 oranında sapması ve çıktı miktarı potansiyelinin üstüne çıktığı durumlarda toplam talebi kısmak için kısa dönemli faiz oranlarını arttırmayı tavsiye etmektedir.

1990'lardan 2008 küresel krizine kadar gelinen süreçte para politikaları Yeni Keynesyen model kapsamında Taylor kuralı çerçevesinde enflasyon hedeflemesi stratejileri ile belirlenmiştir.

Para politikası stratejileri ile karşılaştırıldığında enflasyon hedeflemesi aşağıdaki avantajlara sahiptir (Kadıoğlu, vd.,: 2010:10 ve Kara , Orak, 2008:6) :

- 1) Para politikası ve enflasyon hedeflemesi için nominal bir çıpa sağlamaktadır.
- 2) Döviz kuru hedefleme rejiminin aksine, ulusal meselelere daha çok yoğunlaşma ve ekonomideki arz şoklarına karşı cevap verme imkânı sağlamaktadır.
- 3) Parasal toplam göstergelere ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişki olmasına gerek yoktur. Aynı zamanda politika belirlenirken tüm bilgiler kullanılabilir.
- 4) Para politikasının uzun ve gecikmeli değişkenlere ait ekonomik aktiviteler üzerinde etkisi vardır. Enflasyon hedeflemesi politika araçlarının seçiminde para politikasının gecikmeleri üzerindeki belirleyici rolünü ortaya çıkarmaktadır.
- 5) Siyasiler üzerindeki ekonomik işlemleri canlandırma yönünde baskıları azaltarak zaman tutarsızlığı tuzağına (time-inconsistency trap) düşme ihtimalallerin azaltmaktadır.

Enflasyon hedeflemesine getirilen eleştirileri ise aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- 1) Enflasyon hedeflemesi rejimi deflasyonun ekonomi üzerindeki olası negatif etkilerini dikkate almamaktadır.
- 2) Para politikasının başarısı ağırlıklı olan enflasyon hedeflemesi zamanlama ve ufkuna bağlıdır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oldukça yüksek olduğu için halkın fiyatlar hakkında beklentileri ve merkez bankasının fiyat hedeflerini tutturması oldukça zor bir hedeftir. Bu durumda, merkez bankasının sapmanın nedenlerini açıklaması ve enflasyon hedeflemesi rejimi açısından hayati öneme sahip olan güvenilirliği inşa etmesi oldukça zor olabilmektedir.
- 3) Gelişmekte olan ülkelerde yüksek bütçe açığı oranları açıkları finans etme veya devalüasyon gibi, Mali baskınlık sorunları ortaya çıkacaktır.³
- 4) Enflasyon hedeflemesi uygulanırken kullanılan esnek döviz kuru finansal istikrarsızlığa yol açabilir.
- 5) Enflasyon hedeflemesi politikaları sıkı kurallara bağlı olduğu için, dönemin ekonomik gereksinimleri (ekonomik kriz) olduğu zamanlarda iradi politikaların uygulanmasına izin vermemektedir.
- 6) Hedeflerin belirlenmesinde hükümetlerin önemli rol oynamasının dezavantajı, hükümetlerin genellikle daha kısa vadeli bakış açısına sahip olmaları ve bunun toplum için en uygun seviyenin üstünde bir enflasyon oranını arzulamalarına yol açması olasılığıdır.
- 7) Enflasyon hedeflemesi varlık fiyatlarının spülatif balonlarına karşı zayıf reaksiyonda bulunmaktadır.

II. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası

II.1. Enflasyon Hedeflemesi yaklaşımının Eleştirisi

Güçlü bir makro ekonominin önkoşullarından biride etkin çalışan ve doğru bir fiyatlamının yapıldığı piyasaya sahip olunmasıdır. Fiyatların istikrarlı olmadığı bir ekonomide, enflasyon kaynakların etkin dağılımını engelleyecektir. Ancak bu enflasyonun tek maliyeti değildir. Bunun yanında, ayakkabı maliyeti, menu maliyeti, vergi

³ Örneğin Türkiye ekonomisinde mali baskınlık riskinden kurtulmak için enflasyonla mücadelede sadece para politikasının tek başına yeterli olmayacağı gerçeğinden hareketle, mali disiplinin sağlanması ve bütçe hedeflerine özen gösterilmesine dikkat edilmiştir (Mangır, Erdoğan, 2012: 246).

sapması ve servet etkisi, güvensizlik gibi bir çok maliyetleri bulunmaktadır. Enflasyon olduğu zamanlarda firma karlarını doğru hesaplayamamak ve borçlu alacaklı arasında bir gelir transferi söz konusu olacaktır. Ancak ekonomide fiyat istikrarının olmadığı durumlarda ekonomiyi bekleyen ikinci bir tehlike ekonominin durgunluk ve deflasyona düşmesidir. Deflasyonist eğilimler devam ederse üretici üretimden vazgeçer ve bu kez ekonomik durgunluk kriziyle karşı karşıya kalabilir. 2008 yılında başlayan küresel kriz (büyük resesyon) birçok ülkede deflasyonist eğilimlerin doğmasına yol açmış ve bu ülkeler durgunluk aşabilmek için talebi, yani tüketimi canlandırmaya yönelik genişletici maliye ve para politikası uygulamak zorunda kalmıştır. Merkez bankaları ekonomiyi canlandırmak için faizleri düşürerek piyasayı canlandırmaya çalışmış ve enflasyon sorunun yerini deflasyon almaya başlamıştır. Likitide tuzağına düşen bir ekonomide faizleri sıfırın altına düşürmek mümkün olmadığından ekonomiyi yeniden canlandırmak için enflasyonu yükseltmek ve reel faizleri düşürmek gerekecektir. Çünkü yatırım ve tasarruf kararları reel faizlere göre gerçekleşmektedir. Bu senaryoda enflasyon ayrıca emek piyasasında dengenin sağlanması için itici bir faktör olabilir. Emek talep edenler nominal ücret kesintilerini kabul etmezler böylece ücret katılığı durumunda işsizlik ortaya çıkacaktır. Eğer nominal ücret düşüşleri kabul edilmez ise enflasyon istihdam yaratabilir. Yüksek enflasyon reel ücretleri düşmesine neden olacaktır. Böylece emek piyasasında denge daha hızlı sağlanabilecektir. Bu yüzden aslında enflasyon hedeflemesi ile kast edilen sıfır enflasyon değil, A. Greenspan'ın da dediği gibi hane halkları ve işadamlarının günlük ekonomik davranışlarını etkileyemeyecek enflasyon oranını ifade etmektedir (Gramley, 1990:22).

2008 kriziyle birlikte düşük ve istikrarlı enflasyon ile yüksek ve istikrarlı büyüme dönemi sona ermiş bu yüzden Merkez Bankaları krizin etkilerini azaltmak için ekonomiye müdahale etmeye çalışmışlardır. Ekonomiyi canlandırmak için temel para politikası enstrümanlarını kullanmışlar ve ilk olarak kısa vadeli faiz oranlarını düşürmüşlerdir. Ancak zamanla faiz oranları sıfıra yaklaşmış ve merkez bankaları arasında likitidite tuzağına düşüldüğü görüşü hakim olmaya başlamıştır. FED ve Avrupa Merkez Bankası büyüme

canlandırabilmek ve deflasyonu önlemek için faiz oranlarını düşürmüş hatta talebi daha çok canlandırmak için niceliksel genişleme gibi daha az Ortodoks politikalar uygulamaya başlamışlardır.

Birçok ülkede geleneksel para politikası enstrümanlarını kullanarak istihdam, enflasyon ve büyüme sorunlarını çözmekte etkin kullanılmamıştır. Örneğin, 2008 krizinde bile yüksek Petrol fiyatlarının enflasyona yol açması korkusu ile AMB faiz oranlarını yükseltmiştir. Bu yüzden, İngiltere Merkez Bankası Başkanı M.King enflasyonu katı olarak hedefleyen ülkelerin “enflasyon delisi” (inflation nutter) olarak isimlendirmiştir. Bu tanım mali genişlemeye gidince tepki olarak daraltıcı para politikası uygulayan Avrupa Merkez Bankası için kullanılmıştır.

Küresel krizle birlikte yaşanan düşük faiz ve düşük enflasyon süreci sonrası Taylor kuralına dayanan enflasyon politikaları eleştirilmiştir. Bu eleştirilerin ortak noktası enflasyon hedeflemesi rejiminin yol açtığı düşük büyüme ve yüksek işsizliğe yol açtığıdır. Kurala göre veya ihtiyari para politikası tercihleri üzerinden yapılan bu eleştirilere göre enflasyon ve çıktı kuralına dayandırılan enflasyon hedeflemesi politikalarında, döviz kuru dış ticaret ve sermaye hareketlerinin de dikkate alınması gereken koşullar ortaya çıkabilir. Sadece enflasyon ve çıktı dikkate alındığında krize yol açacak sinyalleri alan Merkez Bankası esnek davranamayacaktır (Svensson, 2003: 23).

Joseph Stiglitz ve Jeffrey Frankel kriz sonrası para politikalarını eleştiren diğer iki önemli iktisatçıdır. Stiglitz enflasyon hedeflemesi rejimini fiyatların hedeflenen seviyenin üstünde olması durumunda faizlerin yükseltilmesi olarak tanımlamakta ve enflasyonun kaynağının ne olduğunun tespit edilmeksizin alınan faiz arttırımı kararının hem teorik hem amprik olarak desteklenmesi zor bir politika olduğunu ifade etmektedir (Stiglitz, 2008).

Stiglitz geliştirmekte olan ülkelerin gıda ve petrol fiyatlarından dolayı ithal enflasyonla karşı karşıya kaldıklarını bunu engellemek için faizleri arttırmalarının ise enflasyon üzerinde çok az belkide düşük büyüme ve yüksek işsizlik gibi negatif sonuçlara yol açacağını ifade etmektedir. Son olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin test edildiğini ve açıkça başarısız olduğunu belirtmektedir.

Arz ve ticaret hadleri şoklarına karşı enflasyon hedeflemesinin uygun olmayan bir para politikası olduğu Frankel tarafından da ifade edilmiştir. İthal malların dünya fiyatında artışlara karşı uygun politika cevabı genişletici para politikası olması gerekirken TÜFE odaklı enflasyon hedeflemesinde para değerlenmesi sağlayacak bir sıkı para politikası uygulanmaktadır (Frankel,2012).

Enflasyon hedeflemesi politikasıyla ilgili yapılan eleştirilerin bir diğer kısmı ise Taylor kuralının varsayımlarıyla ilgilidir. Daha sonraki çalışmalarda, Taylor enflasyon hedeflemesi çalışması kapalı ekonomi için uygun olabileceğini ancak küçük ve dışa açık bir ekonomide reel döviz kuru ve ticaret hadlerinin de modele dahil edilmesi gerekliliği vurgulanmıştır (Clarida vd., 1998, Bernanke ve Gertler, 2000 ve Svenson, 2002). Hatta enflasyon hedeflemesine katı bir şekilde uygulama üretimin istikrarsız olmasına yol açacaktır. Negatif bir arz şoku enflasyona yol açarak büyümeyi negatif etkileyecektir. Merkez bankası enflasyonun yükselmesi sonucunda yüksek faize devam ederse bu durumda artan faiz çıktı miktarının daha çok düşmesine neden olacaktır. Bütün merkez bankalarının enflasyon hedeflemelerini sıfırın üstünde belirlemesi bu kaygıdan dolayıdır.

İktisatçıların üzerinde durdukları en önemli sorun, enflasyonun hangi kaynaktan dolayı yükseldiğine bakılmaksızın verilen faiz kararlarının ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkileridir. Temelde iki farklı enflasyon çeşidi vardır: talep enflasyonu ve arz enflasyonu. Talep enflasyonu, bir ekonomideki toplam talebin üretilen mal ve hizmetlerden daha fazla olması durumunda, fiyatlar genel seviyesinin yükselmesidir. Arz enflasyonu ise; ücret, kira ve faiz gibi üretim faktörlerine yapılan ödemelerin ve/ veya enerji ve hammadde maliyetlerinin artması sonucunda fiyatlar genel seviyesinde görülen artıştır. Eğer bir ülkede talep enflasyonu var ise, merkez bankasının faizleri arttırmasının, toplam talebi azaltarak enflasyonu düşürmesi beklenmektedir. Ancak, arz enflasyonunun olduğu bazı durumlar faizleri artırma kararı enflasyonu düşürmeyeceği gibi ekonomik büyümeye de zarar verebilir. Petrol fiyatının yükselmesinden kaynaklanan enflasyon artışına karşılık merkez bankasının faizleri arttırma kararı bu duruma bir örnektir. Petrol fiyatları merkez bankasının kontrolünde olmadığından dolayı faizleri arttırma

kararının enflasyonu düşürme etkisi çok sınırlı olacaktır. Ayrıca, bu kararın önemli bir yan etkisi olacaktır; faizlerin artması yatırımları etkileyerek kısa dönemde ekonomik büyümeyi düşürecektir. Enflasyon hedeflemesinin başarılı sonuçlarına rağmen tıpkı önceki para ve kur hedefi rejimlerinin sona ermesine neden olan krizlerde olduğu gibi 2008 kriziyle birlikte enflasyon hedeflemesi rejiminin sona erdiği yönünde bir görüş ortaya çıktı ve 2008 krizi yeni bir para politikası sahnesine nominal GSYİH hedeflemesi gibi bir yıldızın doğmasına neden olmuştur. Yani merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi politikalarını bırakıp ekonomide toplam harcamalara veya nominal GSYİH odaklanması gerektiğidir. Nominal GSYİH hedeflemesi resesyona giren ekonomilerde işsizlik ile mücadele edilmesini mümkün kılacaktır (Romer,2011).

II.3. Para Politikası olarak Post-Lehman Çıpası: Nominal GSYİH hedeflemesi

Küresel kriz öncesi enflasyon hedeflemesi uygulayan Merkez Bankaları kısa vadeli faizleri kullanarak enflasyonu kontrol etmeye çalışmaktaydılar. Enflasyon hedefleme uygulayan gelişmiş ülkelerde %2-%3, gelişmekte olan ülkelerde ise ortalama %3.5 enflasyon ve reel olarak %3 civarında büyüme norm olarak kabul edilmekteydi (Anwar ve İslam, 2011:3). Ancak gelişmekte olan ülkeler dışsal şok ve arz şokları yaşandığında (petrol fiyatlarının artması, kuraklık yada doların değer kazanması) büyümeden feragat ederek kısa vadeli faizler ile ekonomiye müdahale etmek zorunda kalmışlardır. Yine hızlı sermaye giriş ve çıkışları yaşanan gelişmekte olan ülkelerde, Merkez Bankaları kurda yaşanan dalgalanmaların önüne geçmekte yetersiz kalmışlardır. Aynı zamanda, krizi takip eden yılda İngiltere’de işsizlik oranı %7’lere enflasyonunda hedeflenenden %2 üzerinde gerçekleşmesi ile Nominal GSYİH gündeme gelmiş ve İngiltere ekonomisinin küreselleşmeden negatif etkisini azaltacak bir para politikası tartışılmaya başlanmıştır.

Bu süreç içerisinde, enflasyon hedeflemesine getirilen en önemli eleştiri MB enflasyonun kaynağına bakmadan faiz politikası ile tepkide bulunmasıdır. Bu politika tercihi, enflasyon petrol fiyatlarına bağlı arz kaynaklı olduğu durumda üretimi de aşağıya çekerek ekonomide daralmaya yol açacaktır. Arz şokundan kaynaklanan bir enflasyon artışı söz konusu olduğunda faizleri yükseltmek enflasyonu etkiler ancak talepte etkileneceği için büyümede gerileyecektir.

Tablo 2. Para politikalarının Karşılaştırması

	Monetarist	Neo-klasik	Reel Konjonktür	Enflasyon Hedeflemesi	Yeni Uzlaş	Nominal GSYİH
Yöntem	Sezgisel	Sofistike	Sofistike	Sofistike	Sofistike	Sofistike
Fiyat ve Ücretler/	Esnek	Esnek	Esnek	Katı	Katı	Esnek
Firma Yapısı	Tam Rekabet	Tam Rekabet	Tam Rekabet	Eksik Rekabet	Eksik Rekabet	Eksik Rekabet
Para politikasının Reel Etkileri	Var	Var	Yok	Var	Var	Var
Para Politikası Aracı	Sabit Para Arzı Büyümesi	Sabit Para Arzı Büyümesi	Yok	Faiz	Faiz	Parasal Taban

Yani merkez bankası petrol fiyatları vb. negatif arz şoklarına tepki olarak faiz silahını kullanırsa ekonomi durgunluğa doğru gidecektir. Bu yüzden, küresel krizle birlikte Merkez Bankalarının yalnızca enflasyonu hedefleyen değil aynı zamanda büyüme ve istihdamda dikkate alması gerektiği yönünde akademik çalışmaların sayısı artmıştır. Bu çalışmalardan en çok ses getirenleri fiyat düzeyi hedeflemesi (Evans, 2011) ve Nominal GSYİH hedeflemesidir (Frankel, 2012).

Nominal GSYİH hedeflemesinin fiyat düzeyi hedeflemesine benzer bir mantığa sahip olup, Merkez bankalarına uzun dönem hedeflerini değiştirmeden likitide tuzağında bile ileriye dönük genişletici politika beklentilerini sağlayabileceği bir hareket alanı sağlamaktadır (Romer, 2012: 124).

Nominal GSYİH hedeflemesinin ilk temelleri, Meade (1997) ve Tobin (1980) tarafından atılmıştır. Bu politikanın temel hedefi para disiplini için kredibilite kazandırmak ve enflasyon oranlarını azaltmaktır. 1980'lerin başında monetarizm temel politika rejimi olarak görülmekteydi. Ancak ilerleyen zamanlarda, Friedman'a ait özel sektörün, para talebinin, tüketim fonksiyonlarının istikrarlı olduğu varsayımlarını değiştiren ekonomik olaylar yaşanmış böylece ekonomiyi dengeden uzaklaştıran nedenlerin sadece dışsal olmadığı anlaşılmıştır. Ancak bu yıllarda daha çok kur hedeflemeleri denenmiş 2000 li yıllarda yeniden fiyat hedeflemesine geçilmiştir. 2008 krizinden sonra ortaya çıkan gelişmeler

enflasyon hedeflemesinin eksikliklerini bir daha ortaya çıkarmıştır. Krizle birlikte geliştirilen nominal GSYİH hedeflemesi yüksek bir enflasyon karşısında daha esnek olup kredisi olan bir para politikasını tolere etmektedir.

Nominal gelir hedeflemesinde, Merkez bankası nominal GSYİH'ı daha önceden belirlenmiş hedefe yakın tutmaya çalışmaktadır. Nominal GSYİH hedeflemesi, reel çıktı ve enflasyonun dikkate alınarak uygulandığı bir politikadır. Merkez bankası projeksiyon niteliğindeki reel büyüme hedeflerindeki değişmelere enflasyon hedefini değiştirerek cevap vermektedir. Merkez bankası enflasyonu hedeflediği bir ortalama reel büyümeye göre değiştirmektedir. Eğer reel büyüme oranı ortalaması düşerse enflasyon hedefini yükseltecek, tersi durumda ise enflasyon hedeflemesini düşürecektir.

Para politikasında küresel kriz sonrası Nominal GSYİH hedeflemesi yönünde rejim değişikliği isteklerinin iki temel nedeni bulunmaktadır (Hassan ve Loewald, 2013:3):

- a) Kriz öncesi çıktı ve istihdam rakamlarını yakalayabilmek
- b) Küresel finans krizi sonrası başta Amerikan Merkez Bankası (FED) olmak üzere birçok merkez bankasında faiz oranını sıfıra doğru en alt düzeye inmesine rağmen hızlı bir büyüme dinamiği yakalanamaması

Nominal GSYİH savunulduğu bir başka nokta ise “verimlilik norm”udur. Hayek'e göre verimlilik normu Taylor'ın fiyat istikrarından önce gelen birinci en iyi hedefdir. Verimlilik normu kavramı piyasada fiyat seviyesinin verimlilikteki değişimlerle ters yönde hareket etmesini ifade etmektedir. Yani bir ekonomide toplam faktör verimliliği artışı gerçekleştiğinde enflasyonun düşmesi gerekmektedir.

Bu yüzden fiyat istikrarı makroekonomik istikrar ve ekonomik büyümeye daha az yardımcı olacaktır. Tersine, verimlilik canlanması süresince, Nominal GSYİH hedeflemesinin enflasyon hedeflemesinden daha büyük bir büyüme gerçekleştirecektir. Enflasyon hedeflemesi ekonomide sadece verimlilik değişimi olmadığında borçlu ile alacaklı arasındaki servet dağılımının adil olmasını sağlamaktadır (Selgin, 1997). Hayek'e göre ekonomi canlanma döneminde fâiz oranları doğal haddin üstüne yükselirse, yatırım artışı bir çöküşe dönüşecektir. Friedrich Hayek verimlilik sürecinde meydana gelen kredi patlamasına dayalı “kötü yatırım” yapmayı engellediği için nominal GSYİH hedeflemesini

savunmaktadır (White, 2008: 40). Verimlilik normu ekonomide parasal şokları reel şoklardan ayırt etmeyi mümkün kılacaktır. Ancak enflasyon hedeflemesinde para politikası tepkileri fiyat düşüşleri toplam talepteki negatif şoklardan kaynaklanması üzerine tasarlanmaktadır. Ancak, verimlilik normuna göre, deflasyonun nedeni toplam arzdaki pozitif şoklardan dolayı da gerçekleşebilir (Cachanosky, 2014:7).

Enflasyon hedeflemesine getirilen eleştirilerden bir diğeri merkez bankalarının tüketici fiyatlarına yoğunlaşmasının ekonomiyi dengeden uzaklaştıran varlık balonlarının oluşmasına izin verdiği yönündedir. Nominal GSYİH hedeflemesi bu sorunu tamamen engelleyemez ama çıktı büyümesinin normalin üstünde olduğunda enflasyon hedeflemesinden daha fazla para kısıtı koyabilecektir.

Enflasyon hedeflemesi ile karşılaştırıldığında, nominal GSYİH aynı zamanda emek piyasasına daha fazla istikrar kazandıracaktır. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanan ülkelerde ekonomik büyümeye rağmen işsizlik oranları düşmez ise ve sıkı maliye ve beklenti yönetimi politikaları uygulamalarıyla reel ücretler baskı altına alınacaktır. Reel ücretlerin baskılanması, daraltıcı maliye politikasının da etkisiyle, iç talebin artışı frenleyecektir. Nominal GSYİH hedeflemesi ise emek piyasasının istikrar kazanmasını sağlayacaktır. Nominal ücretler esnek olmadığı için, kısa dönemde nominal GSYİH artışı karlılığı arttıracak ve uzun dönemde ücretlerin yükselmesine neden olacaktır (Summer, 2011:7). Aynı zamanda enflasyon hedeflemesi TÜFE gibi endekslere dayandırıldığında, mal ve enerji fiyatları, ticaret hadleri şokları, faiz değişimleri gibi diğer enflasyonist öğeler dışlandığı için Nominal GSYİH bu tip etkilerin dışlanmasından kaynaklanan durumları engelleyecektir. Nominal GSYİH arzulan enflasyon ve uzun dönem reel çıktı oranına eşit bir yol izlerse ortalama enflasyonun arzulan enflasyon ve reel çıktı dalgalanmasına eşit olacağını böylece işsizliğin azaltılacağını belirtmektedir (McCallum, 1997).

Nominal GSYİH hedeflemesi para tabanının araç olarak kullanıldığı hedeflemenin geçerli olduğu McCallum kuralına dayanmaktadır. McCallum Kuralı, Parasal Taban/GSYİH hedeflemesine dayanır. McCallum kuralında ana hedef nominal GSYH hedeflenmesidir. GSYH'nin belirli bir oranda büyümesini sağlamak, enflasyon oranı için istikrarlı bir yol anlamına gelmektedir. McCallum'a göre nominal GSYH'nin doğrudan hedeflenmesi çok daha güçlü bir para politikası

oluşturmak ve Merkez Bankası'nın hesap verilebilirliğini artırmak için nominal gelire ve onun gecikmeli değerlerine dayanan kredi hacmindeki değişiklikleri göz önüne alan bir araç kuralı ortaya konulması gerekmektedir.

McCallum (1984,1985, 1987)'ye göre para kuralı olarak dört temel prensip kullanılmalıdır. İlk olarak kural, para otoritesinin doğrudan veya tam olarak kontrol edebileceği değişkenlerin davranışlarını belirtmelidir. İkinci olarak, kural finans piyasalarında regülatif değişkenlerin ve teknik değişimlerin olmadığı varsayımına bağlı olmamalıdır. Üçüncüsü ne para stoğu ne nominal faiz oranı patikaları merkez bankalarının iyiliği için değildir. Bu değişkenler ancak çıktı, istihdam ve enflasyonun yönünü belirlemede kullanılmaktadır. Dördüncü olarak iyi belirlenen kural makroekonomik bilginin limitlerini dikkate almalıdır. Bu dört kural dahilinde McCallum kuralı, taban büyümesini her ay veya her çeyrek dönemde nominal GSYİH hedefin altında kaldıysa arttıracaktır. McCallum kuralının basit matematiksel gösterimi şu şekildedir:

$$\Delta B_t = \Delta X_t^* - \Delta VB_t + \lambda(\Delta X_{t-1}^* - \Delta X_{t-1}) \quad (1)$$

Bu fonksiyonda;

Bt= Para tabanı, (Rezerv + nakit)

VB= son dört yılın para dolaşım hızı ortalama büyüme oranı,

λ = Para tepki faktörü,

X= Nominal GSYİH

X*= Hedef büyüme oranını (enflasyon ile reel GSYİH ortalama uzun dönem toplamı)

ifade etmektedir.

Para tabanı büyümesi üç bağımsız değişken tarafından belirlenmektedir. Para arzında genişleme beklenen enflasyon ile potansiyel veya beklenen reel GSYİH büyüme oranının toplamına eşittir. Paranın dolaşım hızı da para talebindeki geçici şoklara cevap olarak enflasyonun değişmesini engeller ve uzun dönemde durağandır bu yüzden Nominal GSYİH beklenene eşit olur ve kural enflasyonun uzun dönemde para politikasının nötr olmasından dolayı hedeflenen değerinde kalmasına zorunlu kılacaktır. Formüldeki son değerler çıktı ve fiyat seviyesi istikrarı için en önemli değerler olup nominal GSYİH'a hedeflenenden saptığında para politikası otoritesinin para tabanı büyümesini bu duruma uyumlaştırmasını ifade etmektedir. Eğer Nominal GSYİH hedefin altında ise ozaman para otoritesi para tabanını

arttırmalıdır. Bu kural para tabanı olarak M1 ve M2 para tanımlarının kullanılmaktadır.

III. SONUÇ VE ÖNERİLER

Enflasyon hedeflemesi rejiminde Merkez bankaları tüm çabalarına rağmen özellikle yurt dışı ve arz şokları olduğunda açık küçük ekonomilerde enflasyonu kontrol etmekte oldukça zorlanmaktadır. Kısa dönem faiz oranlarının yanında faiz koridoru, munzam karşılık ve rezerv opsiyon katsayısı gibi likitide yönetimi modern araçları ile yurtdışı şokların enflasyon artışına müdahale etmeye çalışmaktadırlar. Ancak, sıkı para politikası talep artışını engellemekte ve büyümeyi baskılamaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminde temel sorun dış şoklara karşı para politikasının reaksiyonu ve sonuçlarıdır. Aynı zamanda, açık ekonomilerde sermaye hareketlerinin hızlı giriş çıkışlarına karşı kurların istikrarının sağlanması da pek mümkün olmamaktadır.

2008 krizi sonrası meydana gelen kaotik yapı ve karmaşıklaşan finansal piyasalar enflasyon hedeflemesinin mimarı olan Yeni Keynesyen para politikalarının eleştirilmesine ve alternatif politikaların konuşulmasına neden olmuştur. Küresel kriz sonrası büyüme ve istihdam sorunlarına karşı para politikaları etkisiz kalmaya başlamış ve sadece enflasyonu hedefleyen para politikalarının yerine Merkez Bankalarının yeni koşullara göre kendilerini yapılandırmaları önem kazanmıştır. Bu önerilerden biri Nominal GSYİH hedeflemesidir.

Nominal GSYİH hedeflemesi ile, hedeflenen reel üretim oranında bir azalma karşısında, genişletici para politikası uygulanarak Merkez Bankası otomatik olarak enflasyon hedefini tutturabilecektir. Nominal GSYİH hedeflemesinin olası avantajı Nominal GSYİH seviyesinde düşüş başladığında para arzı ve enflasyonunun buna eşlik etmesi böylece otomatik olarak reel faiz oranlarının azalması ve büyümenin yeniden hızlanmasını sağlamasıdır. Dezavantajı ise nominal GSYİH seviyede hedeflemeyi kamu oyununun tam olarak anlayamaması ve inanmama riski olacaktır.

Sonuç olarak ülkelerin kullandıkları para politikasının optimum olması elbette o ülkenin siyasi, kültürel, ekonomik kurumları ve uluslararası piyasalardaki gelişmelerle ilgili karmaşık bir yapıya sahiptir. Ancak son yaşanan kriz Yeni Keynesyen para politikalarının ürünü olan enflasyon hedeflemesi rejiminin sadece yüksek büyüme (Great Moderation) dönemlerinde başarılı olduğunu göstermektedir. Sahip

olduğu bir takım dezavantajlara rağmen Nominal GYSYİH gibi alternatif para politikası düşük büyüme dönemlerinde ve ithalatta ara mallara bağımlı dolarizasyon süreci yaşıyan ülkelerin karşılaştıkları limitleri ortadan kaldırarak güçlü bir araç olabilecektir.

KAYNAKÇA

Anwar Sarah, Islam Iyanatul (2011), “Should Developing Countries Target Low, Single Digit Inflation to Promote Growth and Employment?” **ILO Working Paper**, No.87

Bacutoğlu, E. (2014),” Ana Akım Konjonktür Teorileri Ve 2007 Küresel Finansal Krizi”, **TEK Dergisi**, 2 (2): 1-39.

Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., Posen, A. (1999), **Inflation Targeting Lessons from the International Experience**, Princeton University Press, USA

Debelle, G., Masson, P., Savastano, M. A. ve Sharma, S., (1998), “Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy”, IMF Economic Issues No. 15, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/index.htm>, (23.02.2015)

Bernanke, S. B., ve Gertler, M. (2000) “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, NBER Working Paper Series, 7559. http://www.nber.org/papers/w7559.pdf?new_window=1, (16.04.2014).

Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (1998) “Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence”, **European Economic Review**, 42:1033-1067

Cachanosky, N. (2014), “Hayek’s Rule, NGDP Targeting, and the Productivity Norm: Theory and Application”, **J Stock Forex Trad** 3:121

Evans, C., (2011), “Monetary Policy Tools for Non-Traditional Times”, http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/annual_report/2010_annual_report.pdf, (23.02.2015)

Frankel, Jeffrey (2012). “The Death of Inflation Targeting”, Project Syndicate blog, 16 May 2012.

Kadioğlu, F., Özdemir, F. N., Yılmaz, G., (2000), “Inflation Targeting In Developing Countries”, The Central Bank of the Republic of Turkey, Discussin Paper, September

Friedman, M. (1975), ”Unemployment versus Inflation? An Evolution of Phillips Curve”, IEA, Lecture, No.2.

Goodfriend, M., & King, R.G. (1997), "The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy", NBER Working Paper Series, 11040, 1-60

Gramley, Lyle E. (1990), "The road to zero inflation. (policies of the Federal Reserve's Alan Greenspan) (Cover Story)", **Mortgage Banking**, 50 (12):22-24

Hassan Shakill, Loewald Chris (2013), "Nominal GDP Targeting and the Monetary Policy Framework", South African Reserve Bank Working Paper WP/13/05

Kanalıcı Akay, Hülya (2006), "Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, 56(2):141-162.

Kara, H. ve Orak, M. (2008), "Enflasyon Hedeflemesi", http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/kara_orak.pdf?origin=publication_detail, (12.03.2015)

Mangır, F. ve Erdoğan, S. (2012), "Merkez bankası Finansal İstikrar Tedbirleri: Reel Kur ve Kredilerin Cari Açığa Etkisi", *Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 24 (241-259)

Mason, P. R., Savastona M., Sharma S. (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF Working Paper <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97130.pdf>, (20.01.2015)

McCallum, B.T. (1997), "Issues in the Design of Monetary Policy Rules", NBER Working Paper 6016

Mishkin, F. S. (2000). "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", **The American Economic Review**, 90 (2), 105-109

Önder, T. (2005), Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB

Pehlivanoglu, F. (2014), "Optimal Para Politikası Çerçevesinde Taylor Tıptı Faız Oranı Reaksiyon Fonksiyonunun Tahmini: Türkiye Örneği", **Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi**, IX (I), Türkiye

Selgin, G.(1997), "Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy." Institute of Economic Affairs Occasional Paper,

Svensson, E. O. L. (2002), "What Is Wrong With Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy Through Targeting Rules", NBER Working Paper, 9421, 1-76. <http://www.nber.org/papers/w9421.pdf>, (10.12.2004)

Svensson, Lars E. O. (2003), "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules," **Journal of Economic Literature**, 41(2): 426-277,

Stiglitz, J. E. (2008), "The Failure of Inflation Targeting", Project Syndicate" http://www.project-syndicate.org/print_commentary/stiglitz99, (30.05. 2008)

Romer, C. D. (2011), "It is Time for Your Volcker Moment, New York Times, October 29.

Romer, C.D. (2012) "Short-Run Fluctuations", <http://eml.berkeley.edu/~dromer/papers/ISMP%20Text%20Graphs%202013.pdf>, (02.02.2015)

Stiglitz, J. (2008). 'The failure of inflation targeting,' Published by Project Syndicate. Available in <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz9>,(06.02.2015)

Summer, S. (2011), **The Case for NGDP Targeting Lessons from the Great Recession**, Grosvenor Group (Print Services) Limited, London

Taylor, John B., (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39: 195-214

Vroey, M. D. (2013), **The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy**, Stanford: Hoover Institute Press,

Yeldan, E. (2010), Enflasyon, Büyüme, İşsizlik, Ücretler, http://yeldane.bilkent.edu.tr/Yeldan258_14Nis10.pdf, (22.03.2015)

Yıldırım, E., Lopçu, K., Çakmaklı, S., Özkan Ö.(2010), "Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Bir Model: Türkiye Uygulaması", **Ege Akademik Bakış**, 10(4):1269-1277

White, L. (2008), "Did Hayek and Robbins Deepen the Great Depression?", **Journal of Money, Credit and Banking**: 40-4