

## İSTİKRAR POLİTİKALARI, HEDEFLEME STRATEJİLERİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Pelin ÖGE GÜNEY\*

### Öz

Bu çalışmada, enflasyonu kontrol altına almak için uygulanan istikrar politikalarının genel özelliklerinin ortaya koyulduktan sonra uygun istikrar politikası seçiminde dikkat edilmesi gereken noktaların ele alınması, temel hedefleme stratejileri olan döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejilerinin avantajlı ve dezavantajlı yönlerinin değerlendirilmesi ve Türkiye’de 2000 yılından itibaren uygulanan istikrar politikaları çerçevesinde en uygun politikanın tartışılması amaçlanmaktadır.

**Anahtar Sözcükler:** İstikrar politikaları, döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi.

### Abstract

#### Stabilization Policies, Targetting Strategies and the Turkish Case

The aim of this paper is to present general features of stabilization policies which are used to control inflation and analyse main points to choose appropriate stabilization policies, then put forward advantages and disadvantages of the main targetting strategies comprising exchange rate targetting, monetary targetting and inflation targetting and discuss the most appropriate policy for Turkey in the light of the stabilization policies which are put into practice from 2000.

**Keywords:** Stabilization policies, exchange rate targetting, monetary targetting, inflation targetting.

---

\* Arş.Gör., Hacettepe Üniversitesi, İktisat Bölümü, 06800, Beytepe/ANKARA, pelinoge@hacettepe.edu.tr.

Çalışmadaki değerli katkılarından dolayı Prof.Dr. Orhan MORGİL’e, Öğr.Gör.Dr. Mübariz HASANOV’a ve Arş.Gör. Aysen SİVRİKAYA’ya teşekkür ederim.

## GİRİŞ

Günümüzde ister gelişmiş, ister az gelişmiş olsun hemen hemen bütün ülkeler zaman zaman durgunluk, enflasyon, dış ödemeler dengesizlikleri gibi arzu edilmeyen durumlarla karşı karşıya kalmaktadırlar. Ekonomileri bu durumlardan kurtararak, fiyat istikrarını sağlamak, sürdürülebilir bir büyüme ile birlikte dış ödemeler dengesizliklerini düzeltmek ve bu durumu muhafaza etmek için istikrar politikaları uygulanmaktadır. İstikrar politikalarının hangi politika veya politikalara dayanması ve nasıl uygulanması gerektiği konusunda ise iktisat teorisinde farklı görüşler yer almaktadır.

İstikrar politikaları hazırlanırken Friedman (1948)'in işaret ettiği gibi, tanı aşamasında, uygulama aşamasında ve etki aşamasındaki gecikmeler ve Tinbergen (1952) ve Mundell (1962) tarafından ele alınan politika araçları ile, ulaşılmak istenen amaçların uyumu dikkate alınmalıdır. İstikrar politikaları hazırlanırken önemli bir diğer konu, uygulanacak politikanın kurala bağlı veya duruma göre değişen şekilde olmasına karar verilmesidir. Bu konu, Kydland ve Prescott (1977) ve Barro ve Gordon (1983)'da *zaman tutarsızlığı* literatüründe tartışılmaktadır.

İstikrar politikalarını çeşitli açılardan sınıflandırmak mümkündür. Örneğin, kullandıkları politika araçlarına göre istikrar politikaları, heterodoks ve ortodoks olmak üzere ikiye ayrılabilir. Heterodoks istikrar politikalarında, ortodoks istikrar politikalarında kullanılan para, maliye ve döviz kuru politikalarına ilave olarak gelirler politikası da bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. Diğer taraftan, istikrar politikaları zamanlama açısından *şok* veya *zamana yayılmış* istikrar politikaları olarak ayrılabilir.

Merkez bankaları, nihai hedefleri olan fiyat istikrarına ulaşabilmek için iki temel strateji izleyebilirler. İlk olarak, para politikasını doğrudan "*nihai hedef*" (enflasyon hedeflemesi) üzerine kurabilirler. İkinci olarak ise para politikasını dolaylı olarak, bir "*ara hedef değişken*" (örneğin parasal büyüklükler, döviz kuru gibi) üzerine kurabilirler. Enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerinin avantajlı ve dezavantajlı yönleri olup, bu stratejilerin başarıyla uygulanması için bazı koşullar gereklidir.

Türkiye'de de, pek çok ülkede olduğu gibi çeşitli hedefleme stratejilerini içeren istikrar politikaları uygulanmış ve uygulanmaktadır. 1999 Aralık ayında uygulamaya konulan ve döviz kuru hedeflemesine dayanan istikrar programının Şubat 2001'de başarısızlıkla sonuçlanması ile enflasyon hedeflemesine geçişi öngören bir program uygulanmaya başlanmıştır. Uygulanan politikaların başarısızlıklarının temelinde yatan sebeplerin doğru tespiti ve uygulanması

öngörülen politikalar için uygun koşulların oluşup oluşmadığının analizi başarılı bir istikrar programının uygulanması için büyük önem taşımaktadır. Bu amaçla çalışmada, I. bölümde iktisat teorisinde farklı okulların istikrar politikaları ile ilgili görüşlerini kısaca özetledikten sonra, II. bölümde istikrar politikalarının seçiminde ve uygulamasında dikkate alınması gereken unsurlar ele alınacak, III. bölümde hedefleme stratejilerinin (döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi) avantaj ve dezavantajları tartışılacaktır. IV. bölümde ise, 2000 yılından itibaren Türkiye’de uygulanan istikrar politikaları değerlendirilecektir.

## I. İKTİSAT TEORİSİNDE İSTİKRAR POLİTİKALARI

İktisat teorisinde, istikrar politikalarının önemi ve içeriği ile ilgili olarak farklı görüşler bulunmaktadır.

- *Klasik teoride*, istikrar politikalarına fazla bir ihtiyaç yoktur. Çünkü, ücret ve fiyat esnekliğinin bir sonucu olarak tam istihdam kendiliğinden sağlanmakta, işsizlik ise, ücret ve fiyatların katılığına bağlanmaktadır. Klasik teoride, miktar teorisi çerçevesinde para arzındaki artış fiyatları aynı düzeyde arttırmakta, reel değişkenleri ise etkilememektedir. Yani, para miktarı fiyat düzeyini belirlemekte ve fiyat istikrarının sağlanması ancak para politikası ile mümkün olmaktadır. Bono satışı ile finanse edilen kamu harcamalarındaki artış ise, özel kesimin harcamalarında aynı miktarda azalmaya yol açmakta (crowding-out) ve toplam talep değişmediğinden fiyatlar da değişmemektedir. Ancak, 1930’lu yılların uzun süren depresyonu, iktisatçıların klasik teoriye karşı beslemiş oldukları güveni önemli ölçüde sarsmıştır. Çünkü, ücretler düştüğü halde, ekonomide bir canlanma sağlanamamış ve ekonomik durgunluk yaklaşık on sene kadar devam ederek klasik teoriyi tamamen gözden düşürmüştür.

- 1930’lu yıllarda yaşanan büyük depresyon tecrübesi, *Keynes*’e göre para politikasının etkinliğinin bazı sınırları olduğunu ortaya koymuştur. Mevcut koşullar altında sadece para politikasıyla toplam talebin genişletilmesi, dolayısıyla işsizliğin azaltılması ve tam istihdam düzeyine ulaşarak reel gelirin artırılması oldukça zor görünmektedir. Bu nedenle Keynes özellikle kamu harcamalarının artırılmasına önem vermiştir. Para politikasını ise, toplam talebin genişletilmesinde maliye politikasını destekleyici bir güç olarak ikinci derecede etkinliği olan bir istikrar politikası aracı olarak kabul etmiştir. Klasik teoride iddia edilenin tersine Keynes, ücretlerdeki düşmenin tam istihdamı sağlayacak otomatik bir unsur olmak yerine, toplam talebi daraltarak ekonomiyi depresyona sürükleyen bir etken olduğunu ortaya koymuştur. Bu nedenle, Keynes’e göre, piyasa mekanizmasının kendi haline bırakıldığı takdirde, mutlaka, kendiliğinden tam istihdamı sağlaması düşünülemez ve durgunluk

başladığında ekonominin canlanması için ise genişletici para ve maliye politikaları uygulanması gereklidir. Keynesyen teoride, ekonomideki istikrarsızlığın ana kaynağı özel yatırımlardaki istikrarsızlıktır. Çünkü, yatırım düzeyi büyük ölçüde girişimcilerin geleceğe yönelik umut ve beklentilerine bağlı olarak önemli değişimler göstermektedir<sup>1</sup>.

Enflasyonun bir sorun olarak dünya gündemine girmesi 1970'lerde olmuştur. Enflasyon ile işsizliği birbirinin alternatif maliyeti olarak alan Phillips Eğrisi analizine göre, uygun istikrar politikaları aracılığı ile daha yüksek bir enflasyona katlanarak istihdam hacmini ve reel üretim düzeyini arttırmak mümkündür. Ancak, 1970'li yıllarda uygulanan Keynesyen istikrar politikaları beklenen sonuçları vermemiştir. Özellikle 1974-75 yıllarında, işsizliğin 1929 bunalımından beri yaşanan en üst düzeye çıkması ve enflasyonun da oldukça yüksek düzeyde olması, Keynesyen teoride öngörülmeyen stagflasyon durumunun yaşandığını göstermiştir. Keynesyen istikrar politikalarının, stagflasyon sorununu çözmek için ortaya koyacakları bir çare olmadığından bu durum, yani yüksek enflasyon hadleri ile geniş kapsamlı bir resesyonun yaşanması, Keynesyen istikrar politikalarının sonu olarak nitelendirilmiştir.

- Firedman'ın öncülüğünü yaptığı *Monetarist yaklaşıma* göre ekonomideki dalgalanmaların kaynağı, özel sektörün istikrarsızlığından ziyade uygulanan yanlış istikrar politikalarıdır. Monetarist yaklaşım, toplam talebin sadece para miktarına bağlı olduğunu ve para politikasının denge fiyat düzeyinin tek veya temel belirleyicisi olduğunu ileri sürmekte ve istikrar politikası aracı olarak para politikasına ağırlık verilmesi gerektiğini belirtmektedir. Bu görüşe göre paranın dolaşım hızı oldukça istikrarlı bir yapı gösterdiğinden, para arzındaki bir değişme, toplam harcamaları ve nominal GSMH'yı tahmin edilebilir bir oranda değiştirecektir. Maliye politikası ise nominal ve reel gelir üzerinde küçük bir sistematik etkiye sahiptir. Dolayısıyla, para politikası, maliye politikasından çok daha etkin bir araçtır ve sabit oranlı para arzı artışını esas alan para politikası uygulanması en uygun politikadır.

- Rasyonel Beklentiler Teorisi'ni esas alan *Yeni-Klasik Makroekonomi Modeli*'ne göre, para politikası kısa ve uzun dönemde reel değişkenleri etkilememekte, sadece fiyatlar genel seviyesini etkilemektedir. Maliye politikası ise, toplam talebin belirleyicilerinden biridir. Ancak, *Ricardocu eşdeğerlik önermesine (Ricardian equivalence)* göre rasyonel beklentilere sahip hanehalkları, devlet bütçesindeki bugünkü değişikliklerin gelecekteki sonuçlarını doğru biçimde algıladıkları sürece, özel tasarruflarını ulusal tasarruf düzeyindeki değişiklikleri telafi edecek düzeyde uyarlayacaklardır. Diğer bir ifadeyle, bugün kamu harcamalarında artış olursa, rasyonel beklentilere sahip hanehalkları, bütçe açıklarının gelecek dönemde vergi artışı ile finanse edileceğini öngörmekte ve harcamalarını azaltmaktadırlar. Sonuçta fiyat ve faiz

oranlarında herhangi bir değişme ortaya çıkmayacağından, kamu borcunun fiyat istikrarında bir dalgalanma yaratmayacağı söylenebilir (Woodford, 1996:1).

• *Neo-Keynesyenler* de temelde para politikasının, enflasyonun kontrol edilmesinde önemli bir araç olduğunu belirtmekte, ancak enflasyon haddindeki kısa vadeli değişmelerin en büyük nedeninin, arz şokları olduğuna işaret etmektedirler.

## II. İSTİKRAR POLİTİKALARINA GENEL BAKIŞ

İstikrar politikaları, *ortodoks* ve *heterodoks* olmak üzere iki yapıda olabilmektedir. Ortodoks istikrar programlarında para, maliye ve döviz kuru politikaları (dışa açık bir ekonomide) kullanılırken, heterodoks istikrar programlarında bu politikalarının yanı sıra gelirler politikası da (ücretler gibi nominal değişkenlerin kontrol edilmesi, özelleştirme gibi ekonomiye gelir sağlayacak kaynakların yaratılması vb.) bir politika aracı olarak kullanılmaktadır.

İstikrar politikaları uygulanırken karşılaşılan en önemli sorunlardan birisi, para, maliye ve döviz kuru politikalarının, toplam talebi ne ölçüde ve ne kadar zamanda etkilediklerinin tam olarak kestirilememesidir. Daha açık bir ifade ile, istikrar politikalarının ekonomiyi etkilemeleri belli bir gecikme ile olmakta ve ekonomik karar birimlerinin istikrar politikalarına karşı gösterdiği tepkide, bekleyişler önemli bir rol oynamaktadır. Friedman (1948) istikrar politikalarının ekonomiyi etkilemesinde görülen gecikmeleri üç grupta toplamaktadır. Bunlar;

- Teşhis aşamasında gecikme,
- Eylemde gecikme,
- Etkide gecikmedir.

*Teşhis aşamasında gecikme*, istikrar politikalarından sorumlu olanlar tarafından ekonominin istikrar politikalarıyla etkilenmesine gerek olduğunun kabul edilmesine kadar geçen süreyi kapsamaktadır. *Eylemde gecikme*, bir istikrar politikası uygulanması ihtiyacının kabul edilmesiyle, bu politikanın fiilen uygulanması arasındaki zamanı içermektedir. *Etkide gecikme* ise, politika uygulaması ile bunun ekonomi üzerindeki etkilerinin ortaya çıkması için gereken süreyi kapsamaktadır. Bu gecikmenin, *kredi piyasası gecikmesi* ve *üretim gecikmesi* olmak üzere iki evresi vardır. Birinci evre, para politikasının; faiz hadleri, para arzı ve diğer finansal varlık arzları üzerindeki etkisinin ortaya çıkmasına kadar geçen süredir. İkinci evre ise, para arzı ve finansal varlık arzındaki değişmelerin fiyatlarda ve üretimde değişme yaratıncaya kadar geçen süreyi kapsamaktadır.

Ekonomi politikaları oluşturulurken dikkat edilmesi gereken en önemli hususlardan biri, eldeki politika araçlarının sayısı ile hedefler arasındaki uyumdur. 1950'li yıllarda Tinbergen (1952) tarafından ortaya konulan *Tinbergen kuralına* göre, hedeflenen amaçların tümüne ulaşabilmek için politika otoritelerinin kullanabilecekleri araç sayısı, en az amaç sayısı kadar olmalıdır. Bunun ötesinde ulaşılmak istenen hedefleri araçların etkileyebilme gücü de önemlidir. Mundell'in (1962) *etkin piyasa sınıflandırması* ilkesine göre politika araçları, en fazla etkiledikleri hedeflere yönelik kullanılmalıdır. Ekonomik araçların hedeflere ulaşmada yeterli olup olmadığı, ekonominin yapısıyla çok yakından ilgilidir. Örneğin, dışa kapalı bir ekonomide kullanılabilen ve yeterli olabilen ekonomik politika araçları, mal ve sermaye piyasaları tamamen dışa açık ekonomilerde tüm hedeflere ulaşmakta yetersiz kalabilmektedir. *Meade* (1978) ise, her bir hedef için bir politika aracı seçmek yerine, birden çok hedef için birden çok aracı aynı anda kullanmanın daha iyi olacağını ileri sürmektedir. Bu görüşün dayanağı, hedef değişkeni, tek bir politika aracının etkilemediği, birden fazla politika aracının bu değişken üzerinde etkili olduğu düşüncesidir. Buna göre, dış ticaret, enflasyon ve işsizlik için belli düzeylerin hedeflendiğini varsayarsak, bu hedef kümesine ulaşmak için örneğin, para arzı, bütçe açığı ve gümrük vergileri uygun şekilde belirlenmelidir.

İstikrar politikaları kapsamında, politikaların bağlayıcı sabit bir karara (commitment) göre mi, yoksa bağlayıcı olmayan tarzda ayarlanabilir (discretionary) şekilde mi uygulanacağı konusu ise, *zaman tutarsızlığı* literatüründe tartışılmaktadır. Zaman tutarsızlığı problemi, politika yapımcıların ekonomik çıktıyı arttırmak ve kısa dönemde iş olanakları yaratmak için genişletici para politikaları izlemeleri nedeni ile ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile zaman tutarsızlığı problemi, politika otoritelerinin kendilerine ait bir kayıp fonksiyonunu minimize etmek amacıyla, önceden ilan ettikleri politikalarından daha sonra ayrılma güdüsüne sahip olmaları sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda otorite, uzun dönemde ekonominin katlanmak zorunda kalacağı maliyetler yerine, kısa dönemde sürpriz enflasyon yaratarak elde edebileceği faydaları dikkate almaktadır. Eğer politika yapımcılarının bu şekilde davranmaları sınırlandırılırsa, zaman tutarsızlığı probleminden kaçınılabilir. Bu çerçevede kurala bağlanmış para politikasını savunanlar, merkez bankasının beklenmeyen her türlü gelişmeye müdahale etmemesi ve en öncelikli hedef olarak enflasyonu seçmesi gerektiğini savunmaktadırlar. Para politikasının bir kurala göre yürütülmesi, genel olarak, merkez bankasının seçilmiş bir gösterge değişkeni belirli bir değer bandı içinde tutmasıdır. Kamuoyunun bu duruma inandırılması halinde, enflasyon beklentilerinin azalacağı düşünülmektedir. Ayarlanabilir para politikasını savunan iktisatçılar ise, merkez bankasının değişen koşullara en uygun politikayı kendisinin belirlemesini ve gerektiğinde değiştirmesini savunmaktadırlar. İki politikanın

sentezi ise kural benzeri politikalardır. Bu durumda, sistematik olarak para otoritesinin müdahalesi kurallarla sınırlandırılmasına karşın, beklenmeyen problemlerle karşılaşıldığında değişikliğe gidilebilmesi de öngörülmektedir. Bu politikaya göre, enflasyonla birlikte büyüme de dikkate alınmalıdır. Aksi takdirde, arz yönlü şoklar nedeniyle reel ekonomide aşırı istikrarsızlıklar görülecektir.

Uygulanacak politikanın kurala bağlı veya duruma göre ayarlanabilir şekilde olmasına karar verilirken, bu politikaların olumlu ve olumsuz yönleri analiz edilmelidir. Kurala bağlanmış politikalarda hedeflerin önceden belirlenmiş olması, değişen koşullara karşı bu hedeflerin esnek olmamasına yolaçmaktadır. Fiyat istikrarının kurala bağlanması reel ekonominin istikrarsızlığını beraberinde getirebilecektir. Bazı durumlarda aşırı durgunluk yaşanırken, bazı durumlarda yüksek büyüme oranları görülebilecektir. Diğer taraftan, merkez bankasının en öncelikli hedef olarak enflasyonu seçmesi ve kamuoyunun sıkı para ve maliye politikalarının uzun süre devam edeceğine ikna edilmiş olmaları durumunda enflasyonist beklentiler azalacaktır. Tamamen duruma göre ayarlanabilir politikalar uygulandığında ise ekonomik bireylerin enflasyonist beklentilerini engellemek olanaksızdır. Ekonomik karar birimleri, merkez bankasının enflasyon kadar diğer değişkenleri de izlediğini ve bunlarda olası bir değişim olduğunda müdahale edeceğini beklemektedirler. Böyle bir beklenti piyasalarda belirsizliği arttırmakta, bu da piyasaların enflasyon beklentisinin hedeflenen enflasyonun üzerine çıkmasına yol açmaktadır. Piyasalarda beklenen enflasyonun yükselmesi ise merkez bankasının hedefini tutturmasını zorlaştırmaktadır (Karasoy, Yalçın ve Saygılı, 1998:20).

İstikrar politikaları zamanlama açısından *şok* bir istikrar politikası olabileceği gibi, *zamana yayılmış* bir istikrar politikası da olabilir. Şok tedavi şeklindeki makro ekonomik program, ödemeler açıklarını kapatmada ve enflasyonu kontrol etmede hızlı bir yol izlese de, kısa dönemde üretim ve istihdam üzerinde herhangi bir olumlu etki yaratmaz. Bu programın sosyal sonuçları da oldukça tartışmalı olduğundan, hükümetlerin çoğu tarafından kabul edilmeyebilir. Zamana yayılmış istikrar politikalarında ise hedeflere ulaşmak için yapılacak düzenlemeler daha uzun bir döneme yayılmıştır. Bir anlamda tedrici bir yaklaşım izlenir.

Fiyat istikrarının, para politikasının uzun dönemli hedefi olması gerektiğine ilişkin görüş birliğinin artmasıyla pek çok ülke enflasyonu düşürmek ve kontrol altına almak için aktif adımlar atmaya başlamıştır. Fiyat istikrarı, ekonomik karar birimlerinin üretim, tasarruf ve yatırım ile ilgili kararlarını verme sürecini bozmayacak, önlerini görebilmelerini sağlayacak kadar düşük bir enflasyon oranının sağlanmasını ve sürdürülmesini ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, fiyat istikrarı, ekonomik birimlerin karar verme

süreçlerinde enflasyon riskinin ihmal edilebilir bir düzeyde kalması olarak yorumlanabilir (Telatar, 2002: 8). Fiyat istikrarının öncelikli hedef olmasını ya da enflasyonla neden mücadele edilmesi gerektiğini daha iyi anlayabilmek için enflasyonun yolaçtığı maliyetleri kısaca gözden geçirmek yerinde olacaktır. İlk olarak, enflasyon beklendiğinde (öngörüldüğünde), faiz oranları artmakta, buna bağlı olarak nakit tutmanın alternatif maliyeti arttığından para talebi azalmaktadır. Dolayısıyla, nakit ihtiyacı olduğunda kişiler bankaya gidip nakit temin etmek durumunda kalacaklardır. Bu da *ayakkabı derisi maliyeti* (shoe leather cost) olarak adlandırılmaktadır. Öngörülen enflasyonun diğer bir maliyeti, firmaları fiyatlarını değiştirmeye zorlaması nedeni ile ortaya çıkan *menü maliyetidir* (menu cost). Ayrıca artan oranlı vergi sisteminde, kişisel gelir enflasyona uyarlanmadığında, kişilerin nominal gelirleri enflasyon nedeni ile artınca bir üst vergi dilimine çıkılmakta ve reel gelire uygulanan *vergi oranı* artmaktadır. Bu da özel tüketim harcamalarını olumsuz etkilemektedir. Enflasyon *öngörülmedik olduğunda* ise, enflasyondaki belirsizlik bir taraftan faiz oranlarına bir risk priminin ilave edilmesine neden olmakta ve faiz oranlarındaki artış yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir. Diğer taraftan, tüketicilerin görece fiyatları doğru biçimde algılamalarını zorlaştırarak fiyat sisteminin işleyişini ve dolayısıyla *kaynak dağılımında etkinliği* bozmaktadır. Ayrıca, enflasyondaki belirsizlik, ekonomik karar birimlerinin uzun vadeli sözleşmelere girme isteğini azaltır. Bu durumda kaynaklar uzun vadeli sözleşmeleri gerektiren üretken faaliyetler yerine kısa vadeli *finansal faaliyetlere* kayar. Yapılan araştırmalarda, enflasyon haddindeki her %10'luk artış sonucunda finans sektörünün GDP içindeki payının %1 oranında arttığı görülmüştür (Mishkin, 1997:9).

Merkez bankaları, nihai hedeflerine (fiyat istikrarı) ulaşabilmek için iki temel strateji izleyebilirler. İlk olarak, para politikasını doğrudan "*nihai hedef*" (enflasyon hedeflemesi) üzerine kurabilirler. İkinci olarak ise para politikasını dolaylı olarak, bir "*ara hedef değişken*" (örneğin parasal büyüklükler, döviz kuru gibi) üzerine kurabilirler. Nihai bir değişken hedeflendiğinde, insanların yaşamlarını doğrudan etkileyen bir değişken üzerine hedef konduğundan, bu değişkendeki gelişmeler kolaylıkla takip edilebilir ve beklentiler oluşturulurken dikkate alınabilir. Diğer taraftan, insanların fiyat istikrarını sağlamanın maliyetlerine katlanma konusunda ikna edilmeleri kolaylaşır. Ara hedefleme stratejisinde ise enflasyon haddi ile ara hedef arasında tahmin edilebilir bir ilişki olması gereklidir. Bu stratejide, hedeflere ulaşmanın daha hızlı ve kolay olması bir avantaj olarak karşımıza çıkmaktadır. İstikrar programlarında nominal çapa olarak kullanılacak değişkenin belirlenme sürecinde, teknik, ekonomik ve siyasi bazı faktörler rol oynamaktadır<sup>2</sup> (Telatar, 2000: 468).



Bu faktörleri kısaca şöyle sıralayabiliriz:

- Değişkenin kontrol edilmesi nispeten kolay olmalıdır.
- Toplum tarafından kolaylıkla izlenebilir olmalıdır.
- Hedef değişken kullanılarak etkilenmesi düşünülen nihai ve uzun dönemli hedefle ilişkisi yüksek olmalıdır.
- Mümkün olan en kısa sürede izlenebiliyor olmalıdır.
- Ekonomideki diğer amaçları engelleyici ya da bunları perdeleyici olmamalıdır.

Şimdi sırasıyla döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejilerini ele alıp, 2000 yılından bugüne Türkiye’de uygulanan istikrar politikalarını bu kapsamda değerlendirmeye çalışalım.

### **III. HEDEFLEME STRATEJİLERİ**

#### **III. 1. Döviz Kuru Hedeflemesi**

Dışa açık bir ekonomide döviz kurunun enflasyonu etkileme kanalları şöyle özetlenebilir:

- Reel döviz kuru, yerli ve yabancı mallar arasındaki göreceli fiyatları değiştirerek yerli mallara olan yurtiçi ve yurtdışı talebi etkiler. Böylece para politikasının toplam talep kanalı ile gerçekleştirdiği aktarım mekanizmasına katkıda bulunmuş olur<sup>3</sup>.

- Döviz kuru, ithal edilen nihai malların yerli para cinsinden fiyatlarını değiştirerek, tüketici fiyat endeksini ve tüketici fiyat endeksi de enflasyonu etkiler.

- Döviz kuru, ithal edilen girdilerin yerli para cinsinden fiyatını etkiler. Bu, neticede tüketici fiyat endeksinin ücretlerin belirlenmesindeki etkisi yolu ile nominal ücretleri de etkileyecektir. İki durumda da yerli malların maliyeti ve dolayısıyla yurtiçi enflasyon haddi değişecektir (Svensson, 1998: 2, Svensson, 2000:158).

Enflasyonu yukarıda açıklanan kanallarla etkileyen döviz kurunun hedeflenmesi, enflasyonu kontrol etme yollarından birisidir. Döviz kuru hedeflemesinden kasıt, sabit döviz kuru ya da artış hızı sabit döviz kuru politikasıdır. Döviz kuru hedeflemesini uygulama yollarından birisi, ülke parasının değerini düşük enflasyon yaşanan bir ülke parasına sabitlemektir. Bazı durumlarda, bu strateji döviz kurunun diğer ülkenin kuruna sabitlemesi

şeklinde olur ve böylece çapalama yapan ülkenin enflasyon haddi, diğer ülkenin enflasyon haddine yaklaşır. Diğer durumda ise çapalama yapan ülkenin parası sabit bir oranda ve yavaş yavaş değer kaybeder bu durumda ise çapalama yapan ülkedeki enflasyon haddi diğer ülkenin enflasyon haddinden daha yüksek olabilir. Döviz kuru hedeflemesinin enflasyonu düşürmede başarılı olabilmesi için döviz kuruna olan taahhüdün güçlü olması gerekir. Döviz kuru hedefine yapılabilecek olan en güçlü taahhüt yollarından biri para kurulu uygulamasıdır. Para kurulu, ülkedeki para otoritesinin, belli bir yabancı para birimi için sabit bir döviz kuru ilan etmesini ve talep edildiğinde ulusal parayı sözkonusu yabancı parayla ilan edilen orandan değiştirmeye her zaman hazır olmasını gerektirmektedir.

Döviz kuru sabitlemesinin temel *avantajı*, zaman tutarsızlığı problemini önleyen bir nominal çapa sağlamasıdır. Döviz kuru sabitlemesi, yerli paranın iç değerinde düşme eğilimi varken yani, enflasyon haddi döviz kuru artış oranının üzerindeyken sıkı bir para politikası uygulamasını veya yerli paranın iç değerinde yükselme eğilimi varken genişletici para politikası uygulanmasını gerektiren otomatik bir para politikası kuralı gibi olduğundan zaman tutarsızlığı probleminin ortaya çıkmasını önlemektedir.

Döviz kuru sabitlemesinin diğer önemli *avantajı*, basitliği ve açıklığıdır. Döviz kuru gibi doğrudan gözlenebilir bir değişken üzerine güvenilirlik taşıyan bağlayıcı sabit bir kararın verilmesi, halka, hükümetin niyetleri ve fiili hareketleri hakkında net sinyaller verebilir.

Döviz kuru sabitlemesinden kaynaklanan bazı *zorluklar* da vardır. Bunlardan birisi, sabitleme yapan ülkede para politikasının bağımsızlığını kaybetmesidir. Döviz kuru sabitlemesi yapan ülke, çapalama yapılan ülkeden bağımsız olan yerli şoklara cevap verecek para politikası kullanma olanağına sahip değildir. Mesela, döviz kuru sabitlemesi yapan ülkede hükümet harcamalarındaki azalma nedeni ile bir talep azalması olursa, bu duruma para otoritesi faizleri düşürerek cevap veremez. Çünkü bu oranlar çapalanan ülkeye bağlanmıştır. Bunun sonucu olarak, hem üretim düzeyi hem de enflasyon haddi, para otoritesinin müdahale edememesinden dolayı istenilen düzeyin altına inebilir. Ayrıca, sabitlenmiş döviz kuru ile, çapalanan ülkedeki şoklar, döviz kuru sabitlemesi yapan ülkeye kolayca geçebilmektedir (Mishkin, 1997:14).

Gelişmekte olan ekonomilerde döviz kuru sabitlemesinin kullanılmasının diğer bir *tehlikesi*, döviz kuru sabitlemesi yapan ülkeyi spekülative hareketlere açık hale getirmesi ve başarılı spekülative akımların daha yüksek bir enflasyona yol açmasıdır<sup>4</sup>. Çünkü bu ülkelerin çoğunda geçmişte yüksek ve değişken enflasyon tecrübesi yaşanmış olduğundan merkez bankalarının enflasyonla mücadele etmedeki kararlılıklarına güven duyulmamaktadır. Spekülative

ataklardan sonra yerli paranın değer kaybetmesi, fiyatlarda artış baskısı yaratmakta ve bu, gerçekleşen ve beklenen enflasyonda artışa yol açmaktadır (Mishkin, 1997:17). Enflasyondaki artış sonucunda faiz hadlerinin artması, firmaların faiz ödemelerini arttırarak nakit pozisyonlarını zayıflatmakta, sonuçta hem borç verme, hem de ekonomik aktivite azalmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesinde ulusal paranın değer kaybetmesi bir noktada devalüasyonu beraberinde getirebilmektedir. Devalüasyon ise gelişmekte olan ülkelerde firmaları, bankaları ve hükümeti olumsuz yönde etkilemektedir. Çünkü yıllardır giderek bozulan iktisadi temeller, ekonomik birimleri döviz cinsinden işlemlere yöneltmektedir. Ücretlerin ve fiyatların yabancı para birimlerine endekslenmesi, borçlanmanın ulusal para yerine büyük ölçüde döviz cinsinden olması krizlere karşı son derece hassas bir yapı anlamına gelmektedir. Bu ülkelerde devalüasyon, firmaların, bankaların ve hükümetin borç yüklerinin artmasına yolaçmaktadır. Firmaların varlıkları daha ziyade ulusal para cinsinden olduğundan devalüasyon sonucu borç yükleri artarken varlıkları aynı oranda artmamaktadır. Bankaların yükümlülükleri ise çoğunlukla kısa vadeli döviz cinsinden olduğundan devalüasyon banka yükümlülüklerinde artışa neden olmaktadır. Diğer taraftan, hanehalklarının ve firmaların problemleri, banka kredilerinin geri ödenememesine yolaçacaktır. Yükümlülükleri artarken, kredi kayıplarına uğrayan bankalar verdikleri kredi miktarını kısımaya zorlanacaklar ve bu da ekonominin daha da daralmasına neden olacaktır. Hükümetlerin ise devalüasyon sonucu döviz cinsinden borçları artacaktır.

Döviz kuru hedeflemesine dayanan istikrar programı uygulayan ülkelerden bazıları; Şili (1975, **1978**), İsrail (1985), Arjantin (**1978**, **1985**, 1991), Brezilya (**1986**, 1990, **1994**), Polonya (1990), Peru (1990), Rusya (1995), Meksika (**1987**, 1995), Bulgaristan (1997) ve Türkiye (**2000**)'dir. Bu programlardan koyu olarak gösterilenler krizle sona ermiştir.

### **III.2. Parasal Hedefleme**

Enflasyonu kontrol etmenin diğer bir yolu parasal hedeflemedir. Parasal hedeflemenin Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünden 1980'lerin başlarına kadar enflasyonla mücadelede önemli bir yeri olmuştur. Ancak, özellikle finansal yeniliklerin ortaya çıkması ve dolayısıyla para talebindeki istikrarın kaybolması bu stratejinin gözden düşmesine yol açmıştır. Bu stratejide, seçilen parasal büyüklüğün, mesela M2, belli bir oranda büyümesi hedeflenir. Parasal hedeflemenin, döviz kuru sabitlemesine göre temel avantajı, merkez bankasının yurtiçi gelişmelere göre para politikasını ayarlayabilme serbestisinin olmasıdır. Parasal hedefleme, merkez bankasına diğer ülkelerden farklı enflasyon hedefleri seçme olanağı tanımakta ve üretimdeki dalgalanmalara karşı tepki vermesini mümkün kılmaktadır. Döviz kuru sabitlemesinde olduğu gibi, merkez

bankasının hedefine ulaşip ulaşmadığı, periyodik olarak yayınlanan raporlarla hemen görülebilmektedir. Böylece, parasal hedefleme, kamuoyuna ve piyasalara para politikasının gidişatı hakkında sinyaller vermekte ve bu sinyaller, enflasyon beklentisinin sabitlenmesine ve daha düşük enflasyon hadlerine ulaşılmasına yardım etmektedir. Ayrıca, parasal hedefler, para otoritelerinin zaman tutarsızlığı tuzağına düşmelerine engel olabilmektedir.

Parasal hedeflemenin bahsedilen avantajlara sahip olmasının iki koşulu vardır:

- Ulaşılmak istenen değişken ile (enflasyon ve nominal gelir) hedeflenen büyüklük arasında güçlü ve sağlam bir ilişki olmalıdır. Eğer bu ilişki zayıfsa, parasal hedefleme mekanizması işlemeyecektir.
- Hedeflenen parasal büyüklük, merkez bankası tarafından kontrol edilebilmelidir.

Eğer merkez bankası hedeflenen parasal büyüklük üzerinde yeterli kontrole sahip değilse, parasal büyüklük politika otoritelerinin niyetleri hakkında açık sinyaller sağlayamayacak ve bu durumda otoriteleri sorumlu tutmak da güçleşebilecektir. Küçük parasal büyüklükler merkez bankası tarafından kolayca kontrol edilebilirken, M2, M3 gibi daha büyük parasal büyüklükler için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Hedeflenecek parasal büyüklüğün seçilmesinde, bu büyüklüğün kontrol edilebilirliği ile kamuoyu tarafından izlenebilirliği arasındaki çelişki dikkate alınmalıdır. Şöyle ki; parasal büyüklüklerin hedeflenmesinde, hedef değişken büyüdükçe, merkez bankası tarafından kontrol edilebilir olma özelliği azalmakta, buna karşın hedeflenen büyüklüğün halk tarafından izlenebilme özelliği artmaktadır (Malatyalı, 1998:7).

Literatürde, döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme şeffaflık (transparency) açısından karşılaştırılmaktadır. Bir sistemin şeffaf olması, karar birimlerinin, merkez bankasının bu sistemde üstlendikleri hareketlerin geçmişini izleyebilmesi anlamındadır. Calvo ve Vegh (1999), döviz kuruna dayalı sistemin paraya dayalı sisteme göre, kamuoyuna daha açık ve izlenmesi daha kolay sinyaller sağladığı için daha avantajlı olduğunu ileri sürmektedirler. Atkeson ve Kehoe (2001) ise döviz kuru hedeflemesinin daha şeffaf olduğu için parasal hedeflemeye göre daha avantajlı olduğunu formal olarak göstermişlerdir.

Parasal hedefleme politikası 1970 ve 1980'li yıllarda gelişmiş ve derin mali sistemlere sahip ABD, Almanya, İsviçre ve Fransa'da sorunsuz olarak uygulanmıştır. Ancak, Yeni Zelanda, İngiltere ve Kanada'da bu politika ile fiyat

istikrarının sağlanması hususunda istenilen sonuçlar elde edilememiştir. Kanada, 1975-1982 yılları arasında M1 para arzını hedeflerken Yeni Zelanda, 1985 yılında parasal tabanı kontrol etmeyi amaçlamıştır. İngiltere ise 1990 yılı öncesinde parasal büyüklük hedeflemesi uygulamıştır. Ancak bu ülkelerdeki politikalar mali serbestleşme ve mali araçlardaki yenilikler nedeniyle başarısız olmuştur.

### **III.3. Enflasyon Hedeflemesi**

1980'lerde mali piyasalara giren yeni mali enstrümanlar ve hızlanan mali serbestleşme, para arzı-gelir ve para arzı-enflasyon ilişkileri arasında varolduğu savunulan nedensellik ilişkisinin kopmasına neden olmuştur (Bernanke ve Blinder, 1992). Bu da, parasal büyüklüklerin reel büyüklükler üzerindeki etkilerinin öngörülmesini zorlaştırmıştır. 1990'larda pek çok ülke (Yeni Zelanda (1990), İngiltere (1992), Kanada (1991), Finlandiya (1993), İspanya (1994), İsveç (1993)) yeni bir para politikası rejimine, enflasyon hedeflemesine, geçmişlerdir. Bu rejimde belli bir aralık veya oran olarak açık bir enflasyon haddi hedeflenmektedir<sup>5</sup>. Enflasyon hedeflemesi rejiminde yüksek düzeyde şeffaflık ve sorumluluk vardır. Merkez bankaları düzenli olarak topluma politikalarını anlatan ve toplumu motive eden "Enflasyon Raporları" yayımlarlar. Yüksek düzeydeki şeffaflık, özellikle yayınlanan enflasyon raporları, dış gözlemcilere gerekli koşulların sağlanıp sağlanmadığı hakkında bilgi verir. Şeffaflık, merkez bankasının ilan edilen politikadan sapmasının maliyetini arttırır. Bu da enflasyon hedeflemesinin yüksek sorumluluk içerdiğini gösterir (Svensson, 2000:156).

Enflasyon hedeflemesine geçilirken uygulamanın gelişimini etkileyecek hususlarda karar verilmesi gerekmektedir. Bu hususlar şunlardır:

- Hedeflemede hangi endekse bağlı enflasyonun seçileceği,
- Hedeflemenin belli bir nokta veya banttandan hangisine göre yapılacağı,
- Seçim belli bir band yönünde yapılmışsa bu bandın genişliğinin ne olması gerektiği,
- Hedeflemenin ne süreyle uygulanacağı.

Enflasyon hedefi TÜFE, TEFİ, GSMH veya GSYİH zımni deflatörüne bağlı olarak seçilebilmekle birlikte enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, genelde TÜFE enflasyon hadlerini kullanmaktadırlar. Ayrıca, tüketici fiyat endeksinden tarımsal ürün ve enerji fiyatları gibi merkez bankasının doğrudan kontrolünde olmayan malların dışlanması ile elde edilen çekirdek enflasyon da hedef olarak kullanılabilir.

Enflasyon hedefinin bir aralık olarak tespit edilme gereksinimi, para politikasının enflasyon haddi üzerindeki kontrolünün kusursuz olmamasından kaynaklanmaktadır. Hem bu nedenden hem de kısa dönem şoklara cevap verme esnekliğinin devam ettirilmesi için enflasyon hedef aralığının oldukça geniş tutulması gerekebilir. Ancak, çok geniş bir aralık kamuoyunda ve piyasalarda merkez bankasının enflasyon hedefi taahhüdü karşısında şüphe uyandırabilir (Mishkin ve Posen, 1997:12). Dar bir aralık ise enflasyon hedefi açısından güçlü bir taahhüdün göstergesi olarak yorumlanabilir, ancak, eğer pratikte bu aralık sık sık ihlal edilirse güvenilirliğe zarar verebilir. Diğer taraftan, politikanın uygulanmaya başlanmasıyla etkisinin ortaya çıkması arasında geçen zamanda ekonomik şoklar ortaya çıkabileceğinden, para otoritesinin enflasyon hedefine ulaşmak için uygun zaman aralığını tesbit etmesi karar vermesi gereken önemli bir husustur.

Enflasyon hedeflemesi, belirlenen hedeflerin ve uygulama sonuçlarının kamuoyu tarafından izlenmesinin ve şeffaflığın önemli olduğu bir sistem olduğu için merkez bankalarının uygulamaları hakkında periyodik olarak yayın yapılması özellikle önem arz etmektedir. Dolayısıyla, kamuoyuna karşı *şeffaflığı* enflasyon hedeflemesinin önemli bir *avantajını* oluşturmaktadır. Enflasyon hedeflemesi de, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi gibi kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilmeyle birlikte, enflasyon hedeflemesinde, fiyat istikrarı taahhüdü daha açık ve doğrudan ortaya konmaktadır. Ayrıca, parasal hedeflemede olduğu gibi enflasyon hedeflemesinde de para politikası yurtiçi gelişmelere bağlı olarak ve ekonomide ortaya çıkacak şoklara cevap verebilecek şekilde yürütülebilmektedir. Diğer taraftan, enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının artan sorumluluğu, merkez bankası üzerindeki enflasyonist para politikasının devam ettirilmesi yönündeki politik baskının azalmasına yardımcı olmaktadır. Doğrudan enflasyon hedeflendiğinde gerçekleşen enflasyonla hedef enflasyon arasındaki fark merkez bankasının para politikasındaki başarısını göstermekte, piyasaların beklediği enflasyonla hedeflenen enflasyon arasındaki fark ise ekonominin para politikasına ne derecede güvendiğinin, yani politikanın kredibilitésinin ölçütü olmaktadır. Para politikasının başarısının ölçülebilirliği arttıkça merkez bankalarının kamuoyuna karşı yükümlülükleri artmakta ve enflasyonla mücadelede daha da ısrarlı olmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin bu avantajları yanında *eleştirilen yönleri* de vardır. İlk olarak merkez bankalarının, kontrolleri dışındaki şoklar bahanesiyle enflasyon hedeflerinden sapabilecekleri ve hedefe ulaşmada daha isteksiz davranabilecekleri önesürülmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesinde piyasaların bu politikaların uygulanacağına güveni, hedefin tutturulması için çok önemlidir. Piyasaların, merkez bankasının şoklar karşısında enflasyon hedefinden uzaklaşacağına inanmaları, beklenen enflasyonun, enflasyon

hedefinin üzerine çıkmasına yol açacaktır. Bu nedenle, piyasaların beklentilerinin kırılması ve politikanın başarısı, merkez bankasının politikalarının şeffaflığına ve kredibilitesine göre değişmektedir. Ayrıca, para politikasının etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkmasından dolayı, enflasyon üzerindeki etkiler ancak belli bir gecikmeden sonra ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, enflasyon hedeflemesinde kamuoyuna ve piyasalara para politikasının gidişatı hemen yansıtılmamaktadır.

Friedman ve Kuttner (1996) gibi bazı ekonomistler enflasyon hedeflemesini, öngörülemez durumlara göre ayarlanabilecek bir para politikası izlenmesine izin vermeyen katı kurallar empoze ettiği için eleştirmişlerdir. Aslında, Bernanke ve Mishkin (1997) ve Mishkin ve Posen (1997)'in belirttiği gibi enflasyon hedeflemesi katı bir kural olmaktan uzaktır. Öncelikle enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının para politikasını nasıl yöneteceği ile ilgili basit ve mekanik bir yapı sağlamaz. Hedeflenen enflasyon haddine ulaşmak, merkez bankasının mümkün olan tüm bilgileri kullanmasını gerektirir. Basit bir politika kuralı olmanın aksine enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının sadece bir temel değişken üzerinde yoğunlaşmış, diğer verileri ihmal etmesini gerektirmez. Ayrıca, enflasyon hedefleri ekonominin koşullarına göre değiştirilebilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarı ile uygulanabilmesi için enflasyon hedeflemesi uygulamayı düşünen bir ülkenin öncelikle merkez bankasının önemli ölçüde bağımsız olması gereklidir. Bu noktada amaç bağımsızlığı ile enstrüman bağımsızlığı arasındaki ayrımın ortaya konulması gerekmektedir. Merkez bankasının *enstrüman bağımsızlığına* sahip olması, para politikası araçları üzerinde sahip olduğu kontrol gücünü kullanmasına izin verilmesi anlamındadır. *Amaç bağımsızlığı* ise merkez bankasının kendi politika amaçlarını belirleme yetkisine sahip olmasıdır. Teorik ve ampirik literatürde, merkez bankasının enstrüman bağımsızlığına sahip olması, ancak amaç bağımsızlığının bulunmaması gerektiği konusunda görüş birliğine ulaşılmıştır (Telatar, 2002:173). Woodford (1994, 1995, 1996), Sims (1994, 1998) ve Canzoneri, Cumby ve Diba (1998), tarafından geliştirilen *yeni fiyat belirlenme teorisi* merkez bankası bağımsızlığını yasal bağımsızlık ve fonksiyonel bağımsızlık olarak ikiye ayırmaktadır. Merkez bankasının yönetimi, enstrüman seçimi vb. konularda *yasal* olarak bağımsızlığa sahip olması yanında para politikasının maliye politikasına tabi olmaması anlamında *fonksiyonel* bağımsızlığa da sahip olması gereklidir. Yeni fiyat belirlenme teorisine göre, maliye politikası dominant rejimde birincil fazla borç düzeyinden bağımsız olarak belirlendiğinden denge fiyat düzeyi, hükümetin borçlarını ödeyebilme gücünün gereklilikleri tarafından belirlenir, dolayısıyla fiyat düzeyi bugünkü değer bütçe kısıtını sağlamak için değişmelidir. Bu durumda merkez bankası maliye politikasına bağlı olduğu için fonksiyonel olarak bağımsız değildir.

Dolayısıyla maliye politikası dominant rejimde merkez bankalarını fiyat istikrarından sorumlu tutmak doğru olmayacaktır. Para politikası dominant rejimde ise birincil fazla, hükümetin borçlarını ödeyebilme gücünü garantilemek için bugünkü değer bütçe kısıtını sağlayacak şekilde her fiyat düzeyinde otomatik olarak değişir ve bu durumda fiyat düzeyi geleneksel şekilde yani para arzı ve para talebi tarafından belirlenir. Dolayısıyla, fiyatlar genel düzeyi maliye politikasından bağımsız belirlendiğinden merkez bankasının fonksiyonel bağımsızlığa sahip olduğu söylenebilir ve böylece merkez bankası fiyatlar genel düzeyini kontrol edebilir ve fiyat istikrarından sorumlu tutulabilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarı ile uygulanabilmesi ve merkez bankasının fonksiyonel bağımsızlığının sağlanabilmesi için önemli bir nokta, ülkenin mali baskınlık (fiscal dominance) belirtileri göstermemesidir. Mali baskınlık, kamu kesimi baskısının ekonominin tümü üzerindeki yoğunluğu anlamına gelmektedir (Mali Baskınlık = Bütçe Açıkları / GSYİH). Mali baskınlık arttıkça iç borçlanma ihtiyacının artması, mali sistemin sığılı oranda özel kesimin kullanabileceği kaynaklara talep yaratmakta ve bu şekilde faiz hadleri üzerinde baskıya sebep olmaktadır. Dış borçlanmaya gidilmesi durumunda ise döviz kurlarındaki hızlı artışlar ödenecek borcun Türk Lirası karşılığını artırmaktadır. Bu koşulların bir sonucu olarak senyorej yoluyla gelirini artırmaya çalışan siyasi otorite merkez bankasının bu yönünü kullanmaya yönelmektedir. Bu nedenle ekonomideki mali baskınlığın azaltılması gereklidir.

Son olarak, enflasyon hedeflemesinde enflasyon amacı tartışmasız önceliğe sahip olmalıdır. Bunun haricinde belli bir döviz kurunu tutturmak, belli bir büyüme oranını garantiye almak, ücretlerin genel seviyesini ya da işsizliği ek hedef olarak almak, belli bir parasal büyüklük düzeyini tutturmak gibi herhangi bir başka hedefe fiyat istikrarına ilişkin hedefi tutturmayı riske atacak şekilde bağlanılmamalıdır.

#### **IV. 2000'DEN BUGÜNE TÜRKİYE'DE UYGULANAN İSTİKRAR POLİTİKALARI**

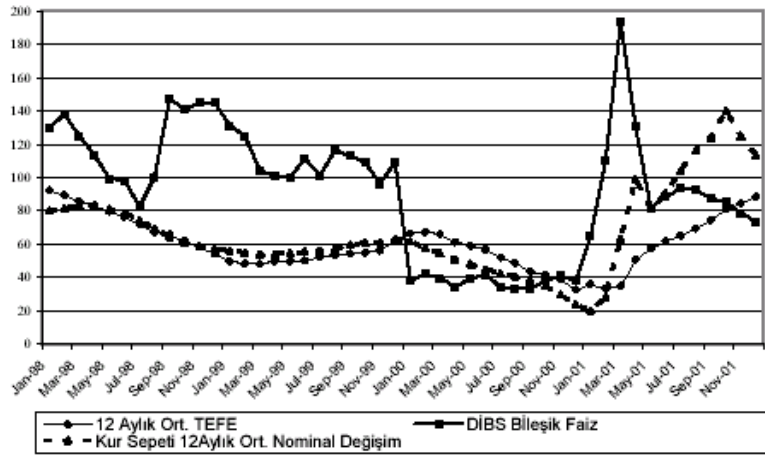
Türkiye ekonomisi 1980 yılında başlayan ve 1989 yılında sermaye hareketlerinin tam anlamıyla liberalleşmesi ile devam eden süreçte uluslararası piyasalarla bütünleşmiştir. 1990-1993 döneminde kamu borçlanma ihtiyacının yoğun olarak iç piyasadan karşılanmasıyla reel faizler yükselmiş ve ekonomi 1994 yılında kamu iç borçlanma krizi şeklinde patlak veren bir krize girmiştir. Kriz, "5 Nisan Kararları" adıyla anılan istikrar tedbirleri ile aşılmış, ancak



istikrar sürecinin gerekleri yerine getirilemediği için düşük enflasyon ve sürdürülebilir bir büyüme anlamında kalıcı başarı sağlanamamıştır.

1995-1997 döneminde ortalama GSMH büyüme hızı %7.8 olmuştur. Ancak, 1997 Asya ve 1998 Rusya krizleri ulusal ekonomiyi derinden etkilemiştir. Türkiye’den yabancı sermaye çıkışı başlamış, Rusya’ya yapılan ihracat önemli ölçüde azalmıştır<sup>6</sup>. 1999 yılında Ağustos ve Kasım aylarında yaşanan iki büyük deprem felaketi çok sayıda can kaybına ve önemli ölçüde maddi hasara neden olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda 1999 yılı sonunda % 6.1 oranında küçülen, toplam borç stokunun GSMH’ya oranı %58.3’e çıkan, cari işlemler dengesi 1.4 milyar \$ açık veren Türkiye ekonomisi için “topyekün bir reform” kaçınılmaz bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu amaçla, 1999 yılı Aralık ayında “Enflasyonla Mücadele Programı” uygulamaya konmuştur. Bu program, döviz kuru sabitlemesine dayanmaktadır. Buna göre, döviz kuru sepeti (1 ABD Doları + 0,77 EURO) bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanmış ve döviz kuru politikasının 2000 Ocak- 2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 aylık sürede “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”, takip eden dönemde ise “kademeli olarak genişleyen band” çerçevesinde yürütülmesi öngörülmüştür. Programda, 2000 yılı Ocak-Aralık döneminde TEFE’de %20 yıl sonu artışı hedeflenmiş ve bununla uyumlu olarak döviz kurunda %20 artış taahhüt edilmesi yanında maaş ve ücret artışları da 2000 yılı için öngörülen enflasyon haddi ile sınırlandırılmıştır. Ayrıca, kamu mali kesiminde ve bankacılık kesiminde çeşitli mali reformlar yapılması planlanmıştır. Özetle bu program, heterodoks, zamana yayılmış (üç yıl gibi bir süre öngörülmüştü) ve nominal çapa olarak döviz kurunu kullanan bir programdır.

**Grafik 1. Kur, Enflasyon ve Faiz Haddi**



**Kaynak:** T.C. Merkez Bankası (<http://www.tcmb.gov.tr>) ve T.C. Devlet Planlama Teşkilatı (<http://www.dpt.gov.tr>)

2000 yılında programın uygulamaya konmasıyla ekonomik faaliyetlerde bir canlanma gözlenmiştir. Ancak, grafik 1'de görüldüğü gibi program çerçevesinde Türk Lirası'nın döviz sepeti karşısındaki değeri hedeflenen TEFE enflasyonu ile uyumlu olarak belirlenmiş olmasına rağmen fiyat artışları, kur artışlarının üzerinde seyretmiş ve Türk Lirası 2000 yılında yabancı para birimleri karşısında reel olarak değer kazanmıştır<sup>7</sup>. Bu durumda ithalat hızla artarken, ihracat artışı sınırlı kalmış ve dış ticaret dengesi olumsuz yönde etkilenmiştir. Ayrıca, programın açıklanmasının piyasalarda yarattığı olumlu etki ile faiz hadleri beklenenden hızlı bir şekilde düşmüştür. Bankaların tüketici faizlerini de indirmeleriyle ertelenen tüketim istekleri devreye girmiş ve başta otomobil olmak üzere lüks mallara olan talep ithalatta patlamaya sebep olmuştur. 1999 yılında -1,4 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 2000 yılı sonlarında -9,8 milyar dolara ulaşmıştır.

Programda yapılan temel hata, faiz hadlerinin çok hızlı şekilde aşağı çekilmesidir. Bu şekilde uygulanan istikrar programında döviz kuru tek nominal çapa olmaktan çıkmış, zamana yayılmış bir düzenlemeyi öngören programın yerini şok tedavi şeklinde bir program almıştır. Faiz hadlerinin hızla aşağı çekilmesi, bir yandan iç tüketim harcamalarını, bir yandan da ithalatı arttırmıştır. Döviz kurunu çapa olarak alan bir programda iç ve dış talebi kontrol etmede kullanılacak değişkenlerden biri faiz haddidir. Ancak, faizlerin hızla düşmesiyle artan iç ve dış talep, enflasyon hedeflerinin tutturulmasında sıkıntı yaratmış, cari işlemler açığı artmıştır. Banka mudilerinin bir kısmı bankalardan paralarını çekmiş ve lüks tüketime yönelmişleridir. Diğer taraftan, sendikasyon kredilerinin geri ödeme zamanı geldiğinde bankalar TL sıkıntısı içinde olduklarından ve programın kuralı gereği TL karşılığı döviz alabildiklerinden kredi ödemelerinde zorlanmışlardır. Bu gelişmeler devalüasyon beklentilerini yoğunlaştırmıştır.

Ortaya çıkan devalüasyon beklentisi nedeniyle başlayan Kasım krizi faiz hadlerinin büyük ölçüde yükseltilmesi ve 7,5 milyar dolarlık ek IMF kredisinin sağlanması ile atlatılmıştır. Ancak döviz kurunda bir esneklik sağlanmadığından devalüasyon beklentisi kırılmamıştır. 19 Şubat tarihinde piyasa katılımcılarının panik içinde T.C. Merkez Bankası'ndan döviz almak için başvurmaları ile T.C. Merkez Bankası rezervleri yaklaşık %30 oranında azalmıştır. 22 Şubat tarihinde çapanın yerinden çıkmasıyla döviz kuruna çapalayan istikrar programı tamamen terk edilmiş ve kur dalgalanmaya bırakılmıştır. Şubat krizinden sonra faiz haddinin yüksek düzeylerde kalması ve Türk Lirasının sürekli olarak değer yitirmesi iç borçların sürdürülebilirliği konusunda endişelere yol açmıştır. Bu endişeler sonucu artan risk primi nedeniyle faiz hadleri daha da artmış ve döviz kurunun yükselme eğilimi sürmüştür.

Bankacılık sistemine ilişkin sorunların programın başlangıcından önce çözülememiş olması, uygulanan para politikası çerçevesine T.C. Merkez Bankası'nın likidite yönetiminde finansal piyasaların fon ihtiyacını daha az dikkate alması, para politikasının ekonomiye gelecek dışsal şoklar karşısındaki esnekliğinin azalmış olması ve programda ortaya çıkabilecek olumsuzluklar karşısında döviz rezervlerine destek olacak bir Ek Rezerv Kolaylığı'nın programın en başından itibaren mevcut olmaması 2000 yılında uygulanan programın başarısız olmasının arkasında yatan diğer önemli nedenlerdir.

Döviz kurunu çapa olarak alan programın 22 Şubat krizi ile çökmesiyle yeni bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. "Güçlü Ekonomiye Geçiş" olarak adlandırılan yeni programda uygulanabilecek çapa olarak geriye parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi kalmıştır. Bu programda 2002 yılına parasal hedefleme ile başlanması ve "gelecek dönem enflasyonu"na odaklanacak bir para politikası uygulanması öngörülmüştür. Gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası, aynı zamanda "örtük bir enflasyon hedeflemesi" anlamına gelmektedir. Koşullar oluştuğunda ise açık biçimde enflasyon hedeflemesi politikasına geçiş öngörülmektedir. Hedeflenen temel parasal büyüklük "parasal taban"dır. Diğer taraftan Merkez Bankası, kısa vadeli faiz oranlarını enflasyona yönelik kullanacağını açıklamıştır. Yani enflasyonun gelecekte alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarını değiştirecektir.

2001 yılında T.C. Merkez Bankası Yasası'nda bazı değişiklikler yapılmıştır. Yeni T.C. Merkez Bankası Yasası'nda T.C. Merkez Bankası'nın ilk tek ve açıkça belirlenmiş amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu kabul edilmiştir. Bu, T.C. Merkez Bankası'nın para politikasının bağımsızlığı açısından önemli bir adımdır. 2002 ve 2003 yıllarında öngörülen enflasyon hedeflerinin (2002 yılı için %35, 2003 yılı için %20) tablo 1'de görüldüğü gibi sağlanması, daha sonraki yıllar için enflasyon hedefinin güvenilir bir nominal çapa olma özelliğini arttırmıştır. Ancak, 2001-2004 döneminde para politikasının etkinliğini kısıtlayan temel unsur "mali baskınlık" olmuştur. Yine tablo 1'den görüldüğü gibi bu yıllarda bütçe açıklarının GSMH'ya oranı sırası ile -%16.5, -%14.7 ve -%7.1 olarak gerçekleşmiştir. Borç yükü yüksek, kısa vadeli ve büyük kısmı dövizle endeksli olduğundan merkez bankasının kısa vadeli faizler aracılığıyla faizlerin genel düzeyini etkilemesi oldukça sınırlı olmaktadır. Yüksek kamu açıkları bankacılık kesiminin etkinliğini de zayıflatmaktadır. Şöyleki; kamu kesiminin yüksek düzeydeki açıklarını kapatmak için finansal piyasalara başvurmasıyla bu piyasalarda yüksek talebin yol açtığı yüksek faiz hadleri oluşmaktadır. Bu durumda, bankacılık sektörü asli görevi olan üretime kaynak aktarma hizmetini tercih etmeyerek, kaynaklarını yüksek faizlerle finansal piyasalara çıkan kamuya aktarmayı tercih etmekte, böylece yüksek reel faiz geliri ve yüksek kar elde etmektedirler.

**Tablo 1: Bazı Ekonomik Göstergeler**

	2000	2001	2002	2003	2004
Gsmh Büyüme Hızı (%)	6.3	- 9.5	7.8	5.9	9.9
Tüketici Fiyatları (Tüfe), (%)	39	68.5	29.7	18.4	11.1
Toptan Eşya Fiyatları (Tefe), (%)	32.7	88.6	30.8	13.9	9.3
Brüt Borç Stoku/ Gsmh (%)	50.7	100.8	88.3	79.3	73.8
Bütçe Açığı / Gsmh (%)	-10.6	-16.5	-14.7	-11.2	-7.1

**Kaynak:** DİE, DPT, MB, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlıkları Dokümanları, Nisan 2004.

Enflasyon hedeflemesine geçişte önemli bir konu, literatürde herhangi bir spesifik oran olmamakla beraber enflasyon hedeflemesine geçiş öncesinde enflasyonun belli bir seviyeye çekilmiş olmasının gerekmesidir. Uzun süre %30-40 düzeyinde enflasyon yaşayan ülkelerde nominal değişkenler enflasyonist bir hız kazanmış olduğundan doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilmesi tavsiye edilmemektedir. Zaten enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin hepsinde bu rejim, enflasyon haddi zaten %10'dan düşük iken uygulanmıştır. Dolayısıyla Türkiye'de bu ortamda açık enflasyon hedeflemesine geçişin hatalı olduğu düşünülmüş ve açık enflasyon hedeflemesine kademeli bir geçiş öngörülmüştür. Bu çerçevede yapısal reformlar, Merkez Bankası'nın bağımsızlığı yolunda atılan adımlar, parasal ve mali disiplinin sağlanmasına yönelik çalışmalar ve fiyat istikrarındaki başarılar kaydedilen önemli gelişmelerdir. Merkez Bankası, doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için teknik alt yapısını tamamlamıştır<sup>8</sup>. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi, Merkez Bankası tarafından yapılan hazırlıklara ilave olarak öngörülebilir bir maliye politikasını da gerektirmektedir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

İstikrar programlarının belirlenmesinde, programın heterodoks veya ortodoks bir yapıya sahip olması, kurala bağlanmış veya bağlayıcı olmayan tarzda ayarlanabilir olması, zamana yayılmış veya şok bir tedavi öngörmesi ve nihai hedef üzerine veya ara hedef değişken üzerine kurulmuş olması konularında karar verilirken bu uygulamaların sağlayacağı olumlu ve olumsuz yönler dikkatle analiz edilmelidir. Programın dayandırılabilmesi parasal

hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejilerinin avantajlı ve dezavantajlı yönleri olup, başarılı bir uygulama için sağlanması gereken bazı koşullar mevcuttur. Burada, hedefleme stratejilerinin analizinden ve Türkiye deneyiminden yola çıkarak, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunu nominal çapa olarak alan istikrar programlarının bu ülkelerin ekonomik yapıları nedeniyle başarılı olamayacağını söyleyebiliriz. Döviz kuru politikasının esas olarak gelişmekte olan ülkelerde rekabet gücünü ve dolayısıyla ihracatı arttırmak için kullanılması gerekmektedir. Türkiye gibi Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği kuran ve dolayısıyla miktar ve kota kısıtlamalarını kaldıran ve gümrük vergilerini Avrupa Birliği'ne üye ülkelere sıfırlayan ve üçüncü ülkelere karşı önemli ölçüde düşüren ülkelerde döviz kuru politikası aynı zamanda sanayii korumanın bir aracıdır. Bu nedenle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun para, maliye ve yapısal düzenleme politikalarını içeren ve enflasyon hedeflemesini veya para arzı artış hızını nominal çapa olarak kullanan kapsamlı bir ekonomik istikrar programı ile kontrol altına alınabileceği söylenebilir. Uygulanmakta olan programda geçilmesi öngörülen enflasyon hedeflemesi için gerekli koşulların sağlanıp sağlanmadığına gelince, 2001 yılında T.C. Merkez Bankası yasasında yapılan değişikliklerle merkez bankasının yasal bağımsızlığın sağlanması ve enflasyon oranındaki azalma trendi olumlu gelişmelerdir. Ancak, 2004 yılında kamu açıklarının/GSMH'ya oranının %7,1 ve kamu borcunun/GSMH'ya oranının %73,8 olması önceki yıllara göre daha iyi bir duruma geldiğini göstermekle birlikte mali baskınlığın Türkiye için halen bir sorun olduğunu ortaya koymaktadır. Bu oranlar Maastricht Anlaşması'nda öngörülen düzeylerin de üzerindedir<sup>9</sup>. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesine geçiş öncesinde yapılması gereken, enflasyonla mücadeleye kararlılıkla devam edilmesi ve ekonominin iç ve dış şoklara karşı direncini arttırmak ve fiyat istikrarını desteklemek için borç yükünün azaltılmasıdır.

## NOTLAR

<sup>1</sup> Keynesyen teoride, yatırım düzeyi sermayenin marjinal etkinliği ve piyasa faiz oranına bağlı olarak belirlenmektedir. Belirsizliğin sözkonusu olduğu bir ortamda piyasa faiz oranı ve sermayenin marjinal etkinliği değişebileceğinden, bunlara bağlı olan yatırım düzeyi de değişecektir. Bunun yanında Keynes, girişimcilerin yatırım yapmayı bir yaşam biçimi olarak gördüklerini ve yatırımların *olumlu birşeyler yapma güdüsü* tarafından da etkilenmesinin yatırımlardaki oynaklığı daha da arttırdığını ifade etmektedir (Keynes 1936:162-163; Tanyeri 1994: 47).

<sup>2</sup> Nominal çapa, genel olarak duruma bağlı para politikaları uygulamalarına getirilmiş bir sınırlama veya kısıt olarak düşünülebilir. Diğer bir deyişle nominal çapa, fiyatların gelecekteki seyri konusunda ekonomik birimlere sinyal vermek ve fiyat artışlarını hedeflenen düzeyde tutmak amacıyla kullanılan araçtır.

<sup>3</sup> Kapalı bir ekonomide standart aktarma kanalları *toplam talep kanalı ve beklentiler kanalını* içermektedir. Toplam talep kanalında para politikası, reel faiz haddi üzerindeki etkisi yolu ile toplam talebi gecikmeli olarak etkilemekte, daha sonra toplam talep, toplam arz denklemi (Phillips eğrisi) aracılığı ile enflasyonu yine bir gecikme ile etkilemektedir. Beklenti kanalında ise para politikası, ücret ve fiyatların belirlenmesi yolu ile enflasyon beklentilerini değiştirmekte ve bu yolla enflasyonu gecikme ile etkilemektedir.

<sup>4</sup> Bkz. Obstfeld and Rogoff (1995)

<sup>5</sup> Bu aralık veya oran ülkeden ülkeye %1.5 ile %2.5 arasında değişmektedir.

<sup>6</sup> Rusya'ya 1997'de 1.792 milyon \$ olan ihracat, 1998'de 1.209 milyon \$'a, 1999'da 589 milyon \$'a gerilemiştir (DİE Türkiye Ekonomisi İstatistik ve Yorumlar, 2000:199).

<sup>7</sup> 2000 yılı sonunda enflasyon TEFE'de %32,7, TÜFE'de ise %39 olarak gerçekleşmiş ve son 14 yılın en düşük seviyelerine gerilemiştir. Ancak bu oranlar 2000 yılı enflasyonu düşürme programı çerçevesinde öngörülen artış oranlarının üzerindedir. (TEFE için %20, TÜFE için %25 öngörülmüştür.)

<sup>8</sup> Söz konusu alt yapı çerçevesinde, kısa ve orta dönem enflasyon tahmin modelleri oluşturulmuş, ekonomik birimlerin enflasyon ve genel ekonomik gidişata dair beklentilerinin ölçüldüğü anketler geliştirilmiş, enflasyon gelişmelerinin detaylı bir şekilde incelendiği çalışmalar yapılmış ve bunlar kamuoyuna sunulmuştur. Bunun yanında, Merkez Bankası, Yasasında yapılan değişikliklerle görev ve sorumlulukları bakımından doğrudan enflasyon hedeflemesine kurumsal olarak hazırdır.

<sup>9</sup> Maastricht Anlaşması'nda kamu açığı/GSMH oranı 0,03 ve borç/GSMH oranı 0,60 olmalıdır.

## KAYNAKÇA

Atkeson A. and P. Kehoe (2001), "Exchange Rate Targets Versus Monetary Targets: The Advantages of Transparency", **Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report**, January 24.

Barro, R.J. and D.B. Gordon (1983) "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, 12, 101-121.

Bernanke, B.S. and F.S. Mishkin (1997) "Inflation Targetting: A New Framework for Monetary Policy?", **NBER Working Paper**, No. 5893.

Calvo G. and C. Vegh (1999) "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries", **Handbook of Macroeconomics**, Volume 1C, Amsterdam: Elsevier.

Canzoneri, M.R. Cumby, B. Diba (1998) "Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency?" **CEPR Discussion Paper** No. 1772, January.

- Friedman, Milton (1948) "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", **The American Economic Review**, 38(3), 245-264.
- Friedman, B. M. and K. N. Kuttner (1996) "A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets," **Brookings Papers on Economic Activity**, I, 77-146.
- Karasoy, A., M. Saygılı, C. Yalçın (1998) "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri." **TCMB Tebliğ** No: 9801.
- Keynes, J.M. (1936) **The General Theory of Employment, Interest and Money**, London: Macmillan.
- Kydland, F.E. and E.C. Prescott (1977) "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", **Journal of Political Economy**, 85(3), 473-491.
- Malatyalı, N. K. (1998) "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği." **DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporu**, 01.
- Mishkin, S. Frederic (1997) "Strategies for Controlling Inflation" **NBER Working Paper**, No. 6122.
- Mishkin, Frederic S. and A.S. Posen (1997) "Inflation Targetting: Lessons from Four Countries", **NBER Working Paper**, No. 6126.
- Mundell, R. (1962) "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for International and External Stability", **IMF Staff Papers**, 9, 70-79.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (1995) "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **Journal of Economic Perspectives**, 9, 73-96.
- Orhan, Z. O. (1995) **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Sims, Christopher A. (1994) "A Simple Model for the Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy," **Economic Theory**, 4(63), 381-399.
- Sims, Christopher A. (1998) "Econometric Implications of the Government Budget Constraint", **Journal of Econometrics**, 83, 9-19.
- Svensson, Lars. E.O. (2000) "Open Economy Inflation Targeting", **Journal of International Economics**, 50, 155-183.

- Tanyeri, İ. (1994) “Keynes’de Faiz Oranı, Sermayenin Marjinal Etkinliği ve Yatırım Analizi”, **Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 12, 33-50.
- Telatar, E. (2000) “İstikrar Programlarında Nominal Çapa Seçimi ve Uygulama Sonuçları”, **Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 18(2), 459-487.
- Telatar, E. (2002) **Fiyat İstikrarı: Ne? Nasıl? Kimin İçin?**, Ankara: İmaj Yayınevi.
- Tinbergen, J. (1952) **On the Theory of Economic Policy**, Amsterdam: North-Holland.
- Woodford, M. (1994) “Monetary Policy and Price-Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy”, **Economic Theory**, 4, 345-380.
- Woodford, M. (1995) “Price-level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate”, **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, 43, 1-46.
- Woodford, M. (1996) “Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability?” **NBER Working Paper** no. 5684.