

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI



**ENFLASYONUN DOĞRUDAN HEDEFLENMESİ
POLİTİKASI VE BAZI ÜLKE DENEYİMLERİ**

**Almila KARASOY
Mesut SAYGILI
Cihan YALÇIN**

ARAŞTIRMA GENEL MÜDÜRLÜĞÜ

Tartışma Tebliği No: 9801

**ANKARA
Mart 1998**

S
TCMB
TT9801
2.k.

14.4.1998 B 2.k

Kitapta yayınlanan yazılar, yazarların sorumluluğundadır ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın resmi görüşünü yansıtmaz.

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
İDARE MERKEZİ**

Araştırma Genel Müdürlüğü
İstiklal Cad. 10
06100 Ulus, ANKARA
tarafından basılmıştır.

TEMİN İÇİN:

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
İDARE MERKEZİ**

Genel Sekreterlik
Kütüphane ve Dokümantasyon Sekreteryası
İstiklal Cad. 10
06100 Ulus, ANKARA

B 2562

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
1. ENFLASYONUN DOĞRUDAN HEDEFLENMESİ VE PARA POLİTİKASI: KURAMSAL TARTIŞMALAR	5
1.1. Parasal Hedefleme ve Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesinin Kurumsal Özellikleriyle İlişkilendirilmesi	5
1.2. Kuramsal Açıdan Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası	13
1.2.1. Öngörülen Enflasyonun Hedeflenmesi	17
1.2.2. Enflasyon ve Fiyat Seviyesi Hedeflemeleri	18
1.2.3. Kurala Bağlanmış (Rule) ve Duruma Göre Değiştirilebilir (Discreation) Para Politikası	19
1.2.4. Sıfır Enflasyon mu, Pozitif Enflasyon mu?	21
2. ÜLKE DENEYİMLERİ	22
2.1. Almanya	23
2.2. Avustralya	25
2.3. Finlandiya	26
2.4. İngiltere	28
2.5. İspanya	32

2.6. İsrail	34
2.7. İsveç	35
2.8. Kanada	39
2.9. Yeni Zellanda	43
Tablo: Ülkeler İtibariyle Enflasyonu Doğrudan Hedefleme Politikasının Özellikleri	47
KAYNAKÇA	48

ENFLASYONUN DOĞRUDAN HEDEFLENMESİ POLİTİKASI VE BAZI ÜLKE DENEYİMLERİ

Giriş

Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlamak için çeşitli politikalar gündeme getirmişlerdir. Para politikaları ülkenin sosyo-ekonomik durumu ve merkez bankasının konumuna göre ülkeden ülkeye farklılık göstermiştir. Merkez bankaları uyguladıkları para politikalarıyla uzun vadede fiyat istikrarını sağlamayı amaçlarken, kısa vadede büyüme, işsizlik, gibi reel değişkenler ile faiz oranları ve kurları izler ve bunlarla ilgili politikalarla tutarlı kalmaya çalışırlar. Enflasyonun yüksek düzeylere ulaştığı ülkelerde enflasyonu düşürmeye yönelik politikalar gelir dağılımını etkilediği gibi maliyetli olmaktadır. Böyle durumlarda, politikaların merkez bankalarından daha çok hükümetler tarafından yönlendirilmesi gerekmektedir. Para politikası oluşturulurken ve uygulanırken merkez bankasının bağımsızlığının, başarıyı artırdığı son yıllarda sık sık vurgulanmaya başlanmıştır. Merkez bankasının amacı fiyat istikrarını sağlamaksa hedef ve yaklaşımını uzun vadeli bir bakış açısı çerçevesinde kamuoyuna açıkça duyurabilmenin para politikasının başarısını artırdığı ileri sürülmektedir.

1930'larda altın standardının kaldırılmasına kadar, enflasyon sorun olarak ekonominin gündeminde yer almamıştır. Bu dönemde enflasyon oranında istikrar ötesinde fiyat seviyesinde istikrar yaklaşımı öne çıkmıştır. 1930'lara gelindiğinde yoğun olarak karşılaşılan sorun

enflasyon değil işsizlik ve durgunluk olmuştur. Keynezyen politikalar bu ortam içerisinde şekillenmeye başladı ve efektif talebin canlı tutulması önerileri gündeme geldi. Enflasyonun sorun olarak dünya gündemine 1970'lerde girmiştir. Bu dönemde, Keynezyen politikaların ekonominin tam istihdam seviyesinin çok altında olduğu durumda etkili olduğu, diğer koşullarda çözüm sunmadığı vurgulanmıştır. Enflasyonun ciddi sorun olarak görülmeye başlandığı 1970'lerde politikaların ve araçların değiştirilmesi gereği ortaya çıkmıştır. Ekonomide oluşan kısa dönemli şoklara müdahale etmenin ekonomideki dengeleri bozduğu görüşü de bu dönemde sık sık vurgulanmaya başlanmıştır. Vurgulanan bir diğer görüş, uzun dönemde Phillips Eğrisi'nin geçersizliği ve genişlemeci politikaların uzun dönemde enflasyona yol açtığıdır. Para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiğini savununların diğer bir görüşü ise ücretler ile fiyatların ileriye dönük enflasyon beklentilerine göre şekillendiğidir. Büyüme hedefleyen aktif para politikasıyla, ekonomik birimlerin beklentilerinin değişmeyeceği varsayılarak enflasyon artırılmadan, üretimin artırılacağı ve işsizliğin azaltılacağı görüşü bu dönemde kabul edilmiştir. Ancak, bu politika ekonomik birimlerin beklentilerini veri kabul ederek (firma ve işçilerin ücret ve fiyatlarda, dolayısıyla enflasyonda artış olmayacağını varsayarak), zaman tutarsızlığı (time-inconsistency) sorununu gözardı etmiştir. Başka bir deyişle, akılcı davranan ekonomik birimler üretim artışını hedef alan merkez bankasının gelecekteki politikasının genişlemeci olacağını öngörerek, ücret ve fiyatlarda artış yaparak, enflasyonun beklentisine neden olurlar. Sonuç olarak üretim artışı sağlanmadan

yüksek bir enflasyon düzeyinde denge sağlanmış olur. Müdahaleci politikalar bu bağlamda üretimi değil enflasyonu artırmaktadır. Fiyat istikrarının büyümeyle olumlu etkilediği savunulmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması piyasa ekonomisinin beklentilerini olumsuz etkileyen enflasyon belirsizliğini azaltmakta ve sistemin daha etkin çalışmasını sağlamaktadır. Bu tartışmalar, 1970'lerde gündemi işgal etmeye başlamış ve fiyat istikrarının sağlanması öncelikli politika hedefi haline gelmiştir.

Para politikaları genellikle beş hedef çerçevesinde birarada ya da ayrı ayrı olarak uygulanmaktadır. Bunlar faiz oranlarının, cari milli gelirin, kurların, parasal büyüklüklerin ve doğrudan enflasyonun hedeflendiği uygulamalardır. Faizler ara hedef olarak alınırken, hedeflenen enflasyon oranı ile tutarlı bir harcama ve üretim büyüklüğünü sağlayacak faiz düzeyi hedeflenmeye çalışılmıştır. Ancak ara hedef olarak kullanıldığında, kısa dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisinin zayıf olması, uzun dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisi olmasına rağmen, merkez bankasının kontrolünde olmaması, faizlerin ara hedef olarak alınmasını güçleştirmiştir. Diğer taraftan, cari milli gelirin hedeflendiği uygulamalarda, reel büyüme ve istenen enflasyon oranı ile tutarlı bir cari milli gelir hedefi belirlenmektedir. Ancak, dışsal faktörlerden dolayı merkez bankalarının cari milli geliri hedeflemesi zorlaşmıştır. Kurlar hedeflenirken yerli para düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına endekslenmektedir. Kurun nominal çıpa olarak alınması, para politikasının kamuoyu tarafından kolaylıkla izlenebilir ve anlaşılır olmasına imkan tanımakta, dolayısıyla politikanın başarısını

artırmaktadır. Ancak, ülke içinde ve dışında oluşan şoklara karşı esnekliğin azlığı ve spekülâtif sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri, uygulamada sorunlara yolaçmaktadır.

1970'lerin ikinci yarısında, bir çok ülke faizleri veya kurları hedeflemeyi bırakmış ve parasal büyüklükleri hedeflemeye başlamıştır. Bu politika değişikliğinin en önemli nedenleri, ekonomileri etkileyen şokların değişmesi (özellikle mal piyasasında) ve yüksek ve dalgalı enflasyonist ortamlarda faizlerin hedeflenmesinin zorlaşması olarak sıralanabilir. Parasal büyüklüklerin hedeflenmesinin başarısı, fiyat istikrarı ile buna ulaşmada ara hedef olarak kullanılan parasal büyüklükler arasında güvenilir ve istikrarlı bir ilişkinin varlığına bağlıdır. Başka bir deyişle, hedeflenen parasal büyüklükler ile enflasyon, gelir gibi değişkenler arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişkinin, yani istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığına bağlıdır.

1970 ve 1980'li yıllarda birçok ülke para politikası çerçevesinde para talebinin istikrarlı olduğu varsayımıyla parasal büyüklükleri ara hedef olarak seçmişlerdir. Bu hedef değişkenler ile gelir, fiyat ve paranın dolaşım hızı arasında istikrarlı bir ilişkinin varolduğu görüşünden kaynaklanmıştır. Ancak, yapısal değişim ve finansal liberalizasyon programları uygulayan birçok ülkede paranın dolaşım hızındaki istikrarın kaybolması, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve finans sektöründeki hızlı büyüme sonucu para talebindeki istikrar bozulmuş ve gelişmeler parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesini güçleştirmiştir. Ara hedef olarak seçilen parasal büyüklüğün,

enflasyon ve cari gelir için nominal çıpa olma özelliğini yitirmesi, ekonomistleri alternatif politika arayışlarına yöneltmiştir. Son yıllarda, ara hedefler kullanılmasını gerektirmediğinden “enflasyonun doğrudan hedeflenmesi” (inflation targeting) politikası alternatif bir para politikası olarak ortaya çıkmıştır. Enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası uygulamasında, merkez bankası (hükümet ile birlikte veya ayrı olarak) enflasyona ilişkin belirli bir süreç için rakamsal hedef veya hedef aralığı belirler. Hedefe ulaşabilmek için ara hedef veya hedefler seçme zorunluluğu yoktur. Merkez bankası bu amaçla tek başına bazen de bütçe yönetimini üstlenen kurumla birlikte sorumluluk alır.

1. ENFLASYONUN DOĞRUDAN HEDEFLENMESİ VE PARA POLİTİKASI : KURAMSAL TARTIŞMALAR

1.1. Parasal Hedefleme ve Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesinin Kurumsal Özellikleriyle İlişkilendirilmesi

Finansal piyasalardaki gelişmeler ve fiyatlar arasında karmaşık bir aktarım (transmission mechanism) sözkonusu olduğu için, merkez bankaları her zaman nihai hedeflerini doğrudan kontrol edemezler. Gelişmekte olan ülkelerde farklı geçiş gecikmeleri olması bazı yapısal faktörlerin farklılığına bağlanmaktadır. Bunlar; mali piyasaların derinliği, enflasyon ve faiz düzeyi, ekonomide parasallaşma düzeyi, iç borcun vadesi, fiyatlara müdahale edilip edilmemesi, kur politikasının şekli, fiyatlardaki esneklik, dışa açıklık ve kredibilite gibi faktörler olarak sıralanabilir.

Merkez bankalarının nihai hedefine (fiyat istikrarı) ulaşabilmeleri için iki temel stratejileri vardır. Birincisi, para politikasını dolaylı olarak, bir "ara hedef değişken" (örneğin parasal büyüklükler, kur gibi) üzerine kurmaktır. Bunu yapabilmek için enflasyon oranı ile bu ara hedef arasında tahmin edilebilir bir ilişki olması gerekir. İkinci strateji ise para politikasını doğrudan "nihai hedef" üzerine kurmaktır. Merkez bankaları bu hedeflere ulaşabilmek için bazı "operasyonel hedefler" kullanmaktadırlar. Faiz oranları, rezerv para (merkez bankası yükümlülüklerinden seçilen büyüklükler) veya döviz kuru gibi değişkenler bunlara örnek olarak gösterilebilir.

Parasal hedefleme'nin unsurları genel olarak aşağıdaki gibi sayılabilir:

- ◆ Parasal büyüklükler para politikasının ara hedefi olmaktadır.
- ◆ Hedeflenen parasal büyüklük Merkez Bankası'nın ihraç tekelinde olmaktadır.
- ◆ Merkez Bankası parasal hedefi piyasalara açıklayarak bunu taahhüt eder ve böylece uygulanan para politikası şeffaf hale getirilmektedir.
- ◆ Tek bir değişken ara hedef olarak alınır, uygulama kolaylaşmaktadır.

Parasal genişlemenin ara hedef değişken olabilmesi için parasal genişleme ile nihai hedef (enflasyon) arasında tahmin edilebilir bir ilişki olması gerekmektedir. Buna ek olarak merkez bankasının para

politikası araçlarını kullanırken parasal genişleme üzerinde kontrolünün olması gerekmektedir. Diğer bir deyişle, para politikası, nihai hedefe ulaşma doğrultusunda ara hedeflerini etkin bir biçimde kullanabilmelidir.

Parasal genişlemenin ara hedef olarak konulduğu durumlarda paranın dolaşım hızının tahmin edilmesi yönündeki güçlükleri olan ülkeler veya dış ticaret hacmi büyük ama küçük ölçekli (örneğin Hollanda gibi) bazı ülkelerin parasal büyüklüklerin yerine döviz kurunu ara hedef olarak seçmişlerdir. Döviz kuru hedefleri, para politikalarının baz alınan ülkenin para politikasına göre ayarlanmasını gerektirmektedir.

Enflasyonun doğrudan hedeflenmesi yada ara bir hedef aracılığıyla hedeflenmesi yöntemleri arasından yapılacak seçim için teorik ve ampirik çalışmalara ek olarak, aşağıda belirtilen kriterlerin de gözönüne alınması gerekmektedir: Operasyonel gereklilikleri, para arzı ara hedef olarak alındığında; kontrol edebilme, nihai hedefe ilişkilendirebilme, hızlı ve net olarak gözlemleyebilme olarak sıralanabilir. Enflasyon doğrudan hedeflendiğinde ise merkez bankasının performansı daha uzun bir süre sonunda ortaya çıkmaktadır.

Stratejik gereklilikler ise;

Etkinlik - Uygulanan para politikasının etkinliğini sağlayacak en önemli konu etkileşim mekanizmasının çok iyi belirlenmiş olmasıdır. Diğer taraftan ara hedef olarak parasal bir büyüklük hedefleniyorsa, enflasyon ve parasal büyüklük arasında tahmin edilebilir ve istikrarlı bir

ilişki olması ve para talebinin faiz elastikiyetinin yüksek olması gerekmektedir. Doğrudan enflasyon hedeflenmesi ise, ileriye yönelik (2 yıldan daha fazla), modele dayanan ve "politika gecikmeleri" ile tutarlı enflasyon öngörüsü yapabilmeyi gerektirmektedir. Enflasyon öngörüsünün de piyasalara düzenli aralıklarla açıklanması, Merkez Bankası'nın kredibilitesini artırmaktadır.

Hesapverebilirlik veya açıklama yapmakla yükümlü olmak (accountability) - Uygulamada görüldüğü üzere, ara hedef olarak para arzını hedefleyen merkez bankaları yalnızca bu hedefden sorumlu olmaktadır. Doğrudan enflasyonun hedeflenmesi durumunda ise, iktisat yazınında genel olarak iki farklı uygulama göze çarpmaktadır. Hükümet yetki veren (principal), merkez bankası ise hükümetin ajanı olarak nitelendirilmektedir. Bu ilişki çerçevesinde değişik şekillerde sorumluluk kavramı incelenmektedir. İlki, hükümet ve merkez bankası arasında "resmi kontrat" olması durumudur. Kontratla, merkez bankasının görevi ve sorumluluk alanının altı çizilip, neleri açıklamakla yükümlü olduğu belirlenir ve başarısızlık durumundaki cezai yaptırım belirlenir (Yeni Zelanda gibi). Diğer bir uygulama ise, hükümet ile merkez bankası arasında resmi bir kontrat olmaz, ancak merkez bankası nihai hedefi olan fiyat istikrarını, bu hedefe ulaşırken uygulayacağı para politikasını kamuoyuna açıklayarak, bilgilendirmeye ve beklentileri etkilemeye çalışır (İngiltere, Kanada, İsveç gibi). Her iki durumda da, doğrudan enflasyonu hedefleyen merkez bankaları hedeflenen fiyat endeksini kamuoyuna açıklamaktadır. Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, bazı merkez bankaları çekirdek enflasyon diye tanımlanan büyüklükten

sorumlu olmaktadır. Enflasyonun kendi kontrollerinin dışındaki faktörlerden etkilendiği konusunu önceden kamuoyuna bildirerek sorumluluk alanlarını belirlemeye çalışmaktadırlar. Kanada, İsveç gibi örneklerde ise çekirdek enflasyon oranları yalnız gösterge niteliğini taşımaktadır. Göstergelerdeki gelişmelerin uzun dönemde hedeflenen enflasyon oranı ile tutarlı olması ve uygulanan para politikasının enflasyonist beklentileri etkileyecek şekilde yönlendirilmesine çalışılmaktadır.

Şeffaflık – Teoride ve uygulamada merkez bankasının şeffaflığı ve sorumluluğu birbiri ile örtüşmüş kavramlar olarak görülmektedir. Para arzının ara hedef olduğu durumlarda aylık yayınlanan para arzı rakamı politikanın şeffaflığı için yeterliyken, doğrudan enflasyon hedeflendiğinde, konjonktürdeki ve buna bağlı olarak enflasyondaki gelişmeleri inceleyen raporların belirli aralıklarla yayınlanması gerekmektedir. Bazı merkez bankaları ise para politikası komitesinin toplantı kayıtlarını yayınlarak kamuoyuna daha açık olmayı seçebilmektedir.

Orta vadeli yönelme - Belirsizlik ortamında merkez bankalarının orta vadede uygulamak istedikleri politikaları önceden açıklaması, kamuoyunun karar verme sürecini olumlu yönde etkileyecek bir temel parasal çerçeve oluşturacaktır. Böyle bir çerçeve, gerek merkez bankalarının orta vadeli amaçlarını göstermesi bakımından, gerekse enflasyonla mücadelede orta vadeli beklentilerin doğru oluşmasını sağlamak açısından önemlidir.

Uygulanan para politikasının etkinliğini artıracak iki temel kavram olan "kredibilite" ve "bağımsızlık" iktisat yazınında son yıllarda çok sık gündeme gelmektedir.

Kredibilite (Güvenilirlik)- Merkez bankaları şeffaf, tutarlı ve süreklilik arzeden para politikaları, doğru enflasyon öngörüsü ve bunların yayınlanmasıyla, sorumluluk alanlarını kamuoyuna iyi anlatabilmekte ve kredibilitelerini yükseltmektedirler. Diğer taraftan politikanın kredibilitesi, teoride dört farklı yaklaşımla anlatılmaktadır. Başlangıç noktasını, merkez bankasının arz yönlü şoklara paralel tepki verdiği (büyüme ve yatırımlarda istikrarsızlığa neden olmamak için), talep yönlü şoklara ise dengeleyici tepkiler vermesi gerektiği yönünde alırsak, merkez bankasının nihai hedef olarak fiyat istikrarını sağlarken, diğer taraftan da ekonomide istikrarlı bir büyümeyi de gözettiğini söyleyebiliriz. Bu yaklaşımlardan ilki olan "enflasyonun doğrudan hedeflenmesi" ile merkez bankası, fiyat istikrarını sağlayarak kredibiliteyi de beraberinde getirmektedir. Başlangıç noktası bağlamında, uygulamanın en önemli dezavantajı arz yönlü şoklar karşısında reel ekonomi olumsuz etkilenebilmektedir. Parasal hedeflemede ise, Bundesbank örneği gibi, istikrarlı bir parasal genişleme ile, fiyat istikrarı sağlanarak, kredibilite kazanılmaktadır.

İkincisi, "kurala benzer yaklaşım" (state contingent rule approach) olarak nitelenmektedir. Bu yaklaşımda, arz yönlü şokların etkisi enaza indirgenmeye çalışılırken, "zaman tutarlı" (time-consistent) ve "kurala bağlı" (rule-based) bir para politikası uygulanmaya çalışılmaktadır.

Daha açık bir anlatımla, olası tüm şoklara karşı merkez bankasının bir plan seti bulunmakta ve/veya ülke örneklerinde de görüleceği üzere, gıda, enerji fiyatları, dolaylı vergiler, ipotek faiz maliyetleri gibi fiyatların hariç tutulduğu bir fiyat endeksi hedeflenmektedir. Bu yaklaşımda önemli olan şokların arz yönlü veya talep yönlü olduğunun doğru olarak belirlenmesidir. Örneğin kurlardaki değişimin talep yönlü (iç talep artışından kaynaklanan) veya arz yönlü olduğunun belirlenmesi pratikte çok kolay olmayan bir durumdur. Dolayısıyla bu yaklaşımda politikanın kredibilitesinin nasıl sağlanacağına cevabı açık kalmaktadır. Üçüncü yaklaşım olan "tutucu merkez bankacı yaklaşımı" (conservative central banker approach), pratikte merkez bankasının her bir dışsal şoka karşı planlarını içeren bir plan setinin olmasının imkansızlığına dayanarak öne sürülen, "kurala bağlı" (rules) veya "duruma bağlı" (discretion) para politikası uygulamalarını içermektedir (Rogoff 1985). Son yaklaşım ise, "geçici müdahale yaklaşımı" (the "option to override the policy rule" approach) olarak belirtilmektedir. Burada, para politikasının nihai hedefini hükümet belirlemekte, ancak para politikası araçları merkez bankasının kontrolünde olmakta, hükümet yalnızca çok acil durumda merkez bankasının politikasına geçici olarak müdahale etmektedir. Diğer bir deyişle, acil bir durumda hedeflenen enflasyon oranından geçici sapmalardan sorumluluğunu hükümet üstlenmekte, böylelikle fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik para politikasının kredibilitesi garanti altına alınmaya çalışılmaktadır.

Bağımsızlık- Para politikasının etkinliğini sağlayacak diğer önemli unsur olan "bağımsızlık" konusu iktisat yazınında kabaca merkez

bankasının hedef ve politika aracı bağımsızlığı olarak incelenmektedir. Diğer yandan, bağımsızlık ölçümü için yasal ve benzeri göstergeler de dikkate alınmaktadır. Sorumluluk, bağımsızlık ve kredibilite kavramlarını içeren ve OECD ülkelerini dolayısıyla derin mali piyasaları olan ülkeleri kapsayan ampirik çalışmaların sonucunda, bağımsızlık arttıkça enflasyon düzeyinin ve varyansının düştüğü ve bağımsızlık ve sorumluluk arasında paralellik beklenirken ters bir ilişki olduğu gözlenmiştir. Diğer bir deyişle merkez bankası'nın hedef bağımsızlığı azaldıkça, hükümetler, merkez bankası ile yaptıkları kontratlarla, hedefi ve ilgili koşulları belirlemekte ve daha fazla hesap verme veya sorumlu duruma gelmektedir. Bu analizde hedef bağımsızlığı için gözönüne alınan kriterler, merkez bankası'nın statüsünün hükümetten bağımsız olması, merkez bankası yönetim komitesinin yarıdan fazlasının hükümetten bağımsız olarak atanması ve yönetim komitesinde hükümet temsilcisinin bulunmaması diye belirtilmektedir. "Sorumluluk veya hesap verilebilirlik" için varsayılan kriterler ise, merkez bankası'nın parlamento tarafından denetlenmesi, (Fransa, ABD ve İngiltere'de olduğu gibi), para politikası komitesinin kayıtlarının yayınlanması (İngiltere ve ABD'de olduğu gibi), merkez bankası'nın para politikası ve enflasyondaki gelişmeleri anlatan raporlarının yayınlanması ve olası şoklar karşısında merkez bankası'nın uyguladığı politikaya müdahale edilmesi diye sıralanmaktadır. Hükümetin Merkez Bankası'nın aldığı kararlara karşı çıkabilme otoritesi olabilir, fakat bunun hükümete maliyeti olacağı açıkça ortadadır. Merkez Bankası politika hedeflerine ulaşmada

kullanacağı en önemli araçlar kur ve faiz politikasının belirlenmesinde tek otorite olmalıdır.

1.2. Kuramsal Açıdan Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası

Svensson (1996), enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasından, uygulamada yüzde 2 civarında bir enflasyonun hedef olarak belirlenmesi ve yüzde ± 1 puan kadar hata payının konmasından söz etmektedir. Bu politika için para arzlarındaki büyüme veya kurlar üzerine açıkça ara hedeflerin konması gerekmemektedir. Ancak, enflasyon hedefi ile çelişmemesi ve enflasyon hedefinin önceliğinin korunması şartıyla ara hedeflerin belirlenebileceği belirtilmektedir. Bu politikada, açıklanan enflasyon hedefinden fiyat istikrarının sağlandığı düzeye, genellikle bir ile dört yıl arasında değişen dönemler içerisinde yavaş bir geçiş süreciyle gelinmektedir. Enflasyonun doğrudan hedeflenmesinin diğer bir özelliği ise enflasyon hedefinin açıklanmasından sonra enflasyonun merkez bankasının en öncelikli amacı haline gelmesi ve bu hedefe ulaşmada kuramsal olarak tam sorumlu tutulmasıdır. Bu politika genellikle yasal ve idari düzenlemeler ile birlikte uygulanmaktadır. Merkez bankası bazı ülkelerde enflasyon hedefi çerçevesinde yasal sorumluluk altına girer. Buna karşın merkez bankalarının verilen hedefe ulaşmada araç bağımsızlıkları da artmaktadır.

Enflasyonun doğrudan hedeflenmesinin diğer politikalara göre avantajlarına baktığımızda, bu politikanın düşük ve istikrarlı enflasyon

amacına diğ erlerine göre daha fazla yoğunlaşt ığıdır. Diğ er bir özelliğ i ise para politikasının başarısının ölçülmesine olanak vermesidir. Doğ rudan enflasyon hedeflendiğ inde gerçekleş en enflasyon ile hedef enflasyon arasındaki fark merkez bankasının para politikasındaki başarısını gösterecektir. Piyasaların beklediğ i enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki fark ise ekonominin para politikasına ne derece güvendiğ inin, yani politikanın kredibilitesinin ölçütü olacaktır. Enflasyon hedeflemesi para politikasının başarısının ekonomi tarafından daha iyi ölçülerek değ erlendirilebileceğ ini göstermektedir. Merkez bankaları, para politikalarının başarısının ölçülebilirliğ i arttıkça kamuoyuna karşı yükümlülükleri artmakta ve enflasyonla mücadelede daha da ısrarlı olmaktadır. Ayrıca Svensson (1996) enflasyonun doğ rudan hedeflenmesinin, parasal büyümenin hedeflenmesine göre enflasyondaki dalgalanmaları daha fazla azalttığını ve enflasyon artışına karşı bir çeş it ç ıpa oluşturduğ unu savunmaktadır. Bazı amprik çalış malar da parasal büyüklüklerin hedeflenmesine göre enflasyonun hedeflenmesinin üretkenlik ve para talebi ş oklarına karşı daha olumlu sonuçlar verdiğ ini savunmaktadır (King ve Wolman, 1996). Üretkenlik ş okunun para arzınının hedef seç ilmesi durumunda çeş itli makroekonomik değ iş kenleri kısa dönemde etkilediğ i savunulmaktadır. Bunun sebebi de gerçek dünyada fiyatların esnek olmadığ ıdır. Para talebinin artması durumunda ise üretimin aynı nedenle azalması beklenmektedir. Buna karş ın, enflasyonun doğ rudan hedeflenmesi politikası ş oklar karş ısında para arzının ayarlanmasını öngördüğ unden söz konusu ş oklar makroekonomik değ iş kenleri ciddi oranlarda

etkilememektedir. Enflasyon hedeflendiğinde, ekonominin şoklara karşı, fiyatların tamamen esnek oluşu ideal ekonomik koşullarla aynı tepkileri verdiği savunulmaktadır.

Uygulama aşamasında çıkan birtakım aksaklıklar enflasyonun doğrudan hedeflenmesinin problemlerinden birkaçını oluşturmaktadır. Ekonomide fiyatların geçmiş dönemlerde alınan kararlardan ve anlaşmalardan etkilenmesi merkez bankasının enflasyon üzerinde tam kontrolünün olamamasına ve enflasyonun içselleşmesine sebep olmaktadır. Para politikası uygulama sürecinde ekonominin, merkez bankasının kontrolü dışındaki şoklara maruz kalması da enflasyonun merkez bankasınca tam anlamıyla kontrol edilmesini güçleştirmektedir. Enflasyonun para politikası araçları dışında birçok değişkenlerden de etkileniyor olması, piyasaların para politikasını sağlıklı değerlendirmelerini zorlaştırmaktadır. Svensson (1996) ayrıca, enflasyon hedeflemesinin sonuçlarının 1,5-2 yıl gibi bir gecikme ile ekonomiye yansıdığını söylemektedir. Bu tür gecikme de politikaların kamuoyu tarafından doğru değerlendirilmesini güçleştirmektedir. Svensson (1996), merkez bankalarının, kontrolü dışındaki şoklar bahanesiyle enflasyon hedefinden şaşabileceklerini ve hedefe ulaşmada daha isteksiz davranabileceklerini söylemektedir. Buna karşın, enflasyon hedeflemesinde piyasaların bu politikanın uygulanacağına güveni, hedefin tutturulması için çok önemlidir. Piyasaların, merkez bankasının şoklar karşısında enflasyon hedefinden uzaklaşacağına inancı beklenen enflasyonun, enflasyon hedefinin üzerine çıkmasına yol açacaktır. Beklenen enflasyonun hedeflenen

enflasyonun üzerinde olması durumunda ise doğru politikalar uygulansa bile merkez bankası enflasyon hedefini aşacaktır (Green,1996). Bu çerçevede Green (1996), ya şeffaf bir şekilde enflasyon ve büyüme hedeflerinin piyasalara birlikte verilmesini ya da büyüme bir tarafa bırakılarak sadece enflasyonun hedeflenmesini savunmaktadır. Sonuç olarak, piyasaların beklentilerinin kırılması ve politikanın başarısı merkez bankasının politikalarının şeffaflığına ve kredibilitesine göre değişmektedir.

Enflasyonun doğrudan hedeflenmesinde çıkan bu sorunlar bazı yöntemlerle azaltılabilmektedir. İlk yöntem, hedef alınan fiyat endeksinin bazı fiyat artışlarından arındırılması yoluna gidilmesidir (Bernanke ve Mishkin, 1997). Tarımsal ürün ve enerji fiyatları, dolaylı vergilerdeki ve dış ticaret hadlerindeki değişimler merkez bankasının doğrudan kontrolünde değildir. Hedef alınan endeks bu alanlardaki değişimleri yansıtmayabilir. Enflasyon hedefinde tek rakamın değil de bir aralığın hedef seçilmesi merkez bankasına, beklenmedik şoklardan dolayı enflasyonun artması durumunda esneklik sağlamaktadır.

Enflasyonun doğrudan hedeflenirken fiyatların izleyeceği muhtemel eğilimin öngörülmesi gerekmektedir. Merkez bankaları fiyatların seyrini izlemek için çeşitli göstergeler kullanmaya çalışmaktadırlar. Kanada ile İsveç merkez bankaları bu bağlamda döviz kuru ile kısa vadeli faizlerin ağırlıklı ortalamasını yansıtan Parasal Koşullar Endeksi (monetary conditions index) kullanmaktadır. Bunun dışında para ve kredi hacmi, ticari mal fiyatları, kapasite kullanım

oranları ve ücretlerdeki gelişmeler de bu amaçla kullanılmaktadır (Bermanke ve Mishkin, 1997).

1.2.1. Öngörülen Enflasyonun Hedeflenmesi

Svensson'a (1996) göre, enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasının eksikliklerinden biri de hedefe ulaşmada açıkça ara hedeflerin konmamasıdır. Merkez bankasınca öngörülen enflasyonun (forecasted inflation) üstü kapalı bir şekilde ara hedef olarak kabul edilmesi mümkündür. Merkez bankasının politikasını oluştururken öngördüğü enflasyonu ara hedef olarak kabul ettiğini açıkça belirtmesi para politikasındaki belirsizlikleri azaltmaktadır.

Svensson, ara hedef olarak belirlenecek enflasyon öngörüsünün merkez bankasınca oluşturulacak makro modelden tahmin edilebileceğini ileri sürmektedir. Bu enflasyon öngörüsü, merkez bankasının enflasyonun temel belirleyicileri ve para politikasının aktarım mekanizması üzerine yapılan tahminlerine dayanmaktadır. Merkez bankası politikanın belli bir gecikme ile ekonomiyi etkilediğini¹ kabul ederek öngörülerini ve politikalarını buna göre biçimlendirmektedir. Özet olarak, merkez bankası gerçekleşen enflasyon ile istikrarlı bir ilişkinin bulunduğu bir modele dayalı enflasyon öngörüsü oluşturmaktadır. Bu öngörülen enflasyon gerçekleşen enflasyonu etkilemekte ve ara hedef olarak algılanmaktadır. Burada bankanın amacı modelde öngörülen enflasyon rakamının hedeflenen bant içinde olmasını sağlamaktır. Merkez bankası daha sonra ara hedef olan enflasyon öngörüsünü

¹ Gecikme uzunluğu genellikle 2 yıl kabul edilir.

etkileyecek politika araçlarını belirlemekte², son olarak da hedefe ulaşmada bu politika araçlarının ne oranda kullanması gerektiğini hesaplamaktadır.

1.2.2. Enflasyon ve Fiyat Seviyesi Hedeflemeleri

Enflasyonun mu yoksa fiyat seviyesinin mi hedefleneceği konusunda tartışmalar vardır. Bernanke ve Mishkin'e (1997) göre enflasyon hedeflemesi beklenmeyen şokların fiyat seviyeleri üzerindeki etkilerini ortadan kaldırmayı hedeflememektedir. Bu nedenle, kısa dönemde fiyat istikrarını sağlasa da uzun dönemde fiyat seviyesinin ne olacağı konusunda belirsizlikleri artırmaktadır. Uzun dönemde fiyat seviyesinin "beklenmeyen" şokların etkisiyle değişebiliyor olması, fiyatların değişkenliğini (volatility), sonuçta da uzun dönemli yatırımları etkilemektedir. Fiyat seviyesinin hedeflenmesi durumunda, beklenmedik şokların fiyatlar üzerindeki en küçük etkileri dahi ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır. Kısa dönemde her türlü şok karşısında fiyat hedefinin aşılması veya hedefin gerisinde kalınması durumunda para politikası deflasyonist veya enflasyonist olmaktadır. Politikadaki bu aşırı değişimlerin kısa dönemde enflasyonun değişkenliğini artıracığı düşünülmektedir.

² Genellikle faiz oranları.

1.2.3. Kurala Bağlanmış (Rule) ve Duruma Göre Değiştirilebilir (Discretion) Para Politikası

Kurala bağlanmış (rule) para politikasını savunanlar merkez bankasının beklenmeyen her türlü gelişmeye müdahale etmemesi gerektiğini ve en öncelikli hedef olarak enflasyonu seçmesini savunmaktadırlar. Kamunun bu duruma inandırılması durumunda enflasyon beklentilerinin azalacağına inanılmaktadır. Duruma göre değişen para politikasını (discretion) savunan iktisatçılar, merkez bankasının değişen koşullara en uygun politikayı kendisinin belirlemesini ve gerektiğinde değiştirmesini savunmaktadırlar. İki politikanın sentezi ise kural benzeri (rule-like) politikalardır. Sistematik olarak para otoritesinin müdahalesi kurallarla sınırlanmasına karşın, beklenmeyen problemlerle karşılaşıldığında değişikliğe gidebilmesi de öngörülmektedir. Bu politika sadece enflasyonun değil büyümenin de dikkate alınması gerektiğini, yoksa arz yönlü şoklar nedeniyle reel ekonominin aşırı istikrarsızlık göstereceğini savunmaktadır (Bermanke ve Mishkin, 1997).

Kurala bağlanmış politikaların bir diğer eksiği sadece önceden belirlenmiş hedefler olduğundan değişen durumlara karşı esnek olmamasıdır. Böyle durumda enflasyon hedefi tutturulsa bile reel ekonomi çok istikrarsız olacaktır. Bazı dönemlerde aşırı durgunluk yaşanırken, bazı dönemlerde yüksek büyüme oranları görülebilecektir. Fiyat istikrarının kurala bağlanması reel ekonominin istikrarsızlığını beraberinde getirebilecektir. Tamamen duruma göre değiştirilebilir

politikalar uygulandığında ise ekonomik birimlerin enflasyonist beklendişlerini engellemek olanaksızdır. Piyasadaki oyuncular merkez bankasının enflasyon kadar diğer değişkenleri de izlediğini ve bunlarda olası bir değişim olduğunda müdahale edeceğini beklemektedirler. Böyle bir beklenti piyasalarda belirsizliği artırmakta, bu da piyasaların enflasyon beklentisinin hedeflenen enflasyonun üzerine çıkmasına yolaçmaktadır. Piyasalarda beklenen enflasyonun yükselmesi ise merkez bankasının hedefini tutturmasını zorlaştırmaktadır. Bu bağlamda her iki politikada da eksiklikler vardır. King (1997) en iyi politikanın hem şoklara karşı değişiklik yapılabilecek kadar esnek, hem de fiyat istikarının sağlanacağı konusunda inandırıcı olmasını savunmaktadır. Friedman merkez bankalarının, kamuoyunun gözünde prestijini yüksek tutmaya çalışırken mümkün olduğu kadar az yükümlölük altına girmek istediğini söylemektedir. Bu bağlamda King, merkez bankasının hesapverilebilirliğinin artırılması gerektiğini bunun da para politikasının daha şeffaf ve açık hale getirilmesi ile sağlanabileceğini savunmaktadır. Para politikası sürecinin daha şeffaf hale getirilmesi merkez bankalarının hedefe ulaşmasında gerekli teşvik mekanizmasını oluşturacaktır. Prestijini korumak için merkez bankası kamuoyu önünde her kararını açıklamak, gelecek eleştirileri cevaplamak ve her uygulamasının hesabını vermek zorunda kalacaktır.

Savunulan diğer alternatif çözümlerden biri, Yeni Zellanda örneğinde olduğu gibi merkez bankası hedefe ulaşmada başarısız olduğunda merkez bankası başkanının işine son vermesidir. Böylece başkanın politikaları en iyi şekilde uygulaması için bir teşvik

mekanizması oluşturulduğu düşünülmektedir. Diğer bir alternatif ise merkez bankasının başına muhafazakar bir başkanın getirilmesidir. Bu muhafazakar başkanın enflasyon hedefinin, fiyat istikrarını sağlayan bir seviyenin altında olması gerekecektir. Hedeflenen enflasyon olması gerekenden daha düşük tutulduğundan piyasaların enflasyon beklentileri de düşecektir.

1.2.4. Sıfır Enflasyon mu, Pozitif Enflasyon mu?

Yapılan tartışmalarda sıfır enflasyonun fiyat istikrarı anlamına gelmediği vurgulanmıştır. Bunun gerekçelerinden bir tanesi ürünlerin kalitelerindeki değişimin ve yeni ürünlerin ekonomiye etkilerinin bilinen fiyat endekslerince tam olarak yansıtılamaması olduğu biçimindedir. Gerçek anlamda sıfır enflasyonun bilinen endekslerde bir miktar enflasyona denk geldiği kabul görmektedir. Bir diğer gerekçe ise fiyatların gerçek dünyada aşağıya doğru katı olduğu ve düşük seviyeli enflasyonun bu problemi çözmede sıfır enflasyon durumuna göre daha başarılı olduğu şeklindedir. Çok bilinen bir örnek ücretlerin katılığı görüşüdür. Ücretlerdeki katılık, çalışanların nominal ücretlerde bir azalışa tepki verirken reel ücretlerdeki gerilemelerin o kadar da tepki ile karşılaşmadığı gözlemine dayanmaktadır. Diğer bir klasik örnek nominal faizlerle ilgilidir. Enflasyonun sıfır olduğu bir ortamda aynı zamanda ekonomide durgunluk yaşıyorsa reel faizlerin düşerek negatif olması mümkün olmamaktadır. Reel faizlerin negatif olması ile nominal faizlerin negatif olması sıfır enflasyonda aynı şeyi ifade etmekte ancak bilinen sebeplerden dolayı nominal faizler sıfırın altına düşmemektedir. Bu iki

örnek sıfır enflasyon durumunda ekonominin kendi kendine dengesizlikten dengeye ulaşma çabalarının imkansız hale geldiğini göstermektedir.

2. ÜLKE DENEYİMLERİ

Bir para politikası çerçevesi olan enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası 1990'lı yılların başında bazı ülkelerde uygulanmaya başlanmıştır. İlk kez Yeni Zellanda 1990 yılında enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasını benimsemiş, daha sonra Kanada, İsrail, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avusturalya, İspanya gibi ülkelerde bu politika uygulanmıştır. Enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası genellikle ülkelerin merkez bankaları ile hükümetler arasındaki anlaşmalar çerçevesinde oluşturulmuş ve ülkelerin koşullarına bağlı olarak farklılık göstermiştir. Örneğin, Yeni Zellanda, Kanada, Avusturalya ve İsrail gibi ülkelerde enflasyonun yanında kurlar da hedef olarak benimsenmiştir. Çünkü, bu ülkeler genellikle küçük ve dışa açık bir yapıya sahip olduklarından fiyatlar kurlardan önemli ölçüde etkilenmektedir. Enflasyon hedeflemesinde genellikle tüketici fiyatlarından (TÜFE), merkez bankasının kontrolünde olmayan mal ve hizmet fiyatlarının çıkarılmasıyla oluşturulan yeni endeksteği değişim hedef olarak belirlenmektedir. Ayrıca, bu ülkelerin hemen hemen tamamında yeni para politikası enflasyonun tek rakamlı düzeylere düşürülmesinden sonra uygulanmaya başlanmıştır. Bu bölümde enflasyonu doğrudan hedefleyen bazı ülkelerle ilgili kısa değerlendirmeler yapılacaktır. Ayrıca, enflasyonun doğrudan hedeflenmesi

politikası için dersler çıkarılabilecek Almanya'nın parasal hedefleme deneyemi de kısaca anlatılacaktır.

2.1. Almanya

Bretton Woods sisteminin çökmesiyle sabit kur rejimi terkedilmiştir. Almanya'da 1970'lerin ortalarından itibaren merkez bankası parası, 1988 yılından itibaren ise geniş para arzını hedefleyen bir para politikası uygulanmıştır. Bu çerçevede, Bundesbank'ın en önemli amacı, sıfır veya düşük enflasyon oranını sağlayacak parasal hedefler koymak ve bu hedeflerin halkın beklentileriyle çakışmasını sağlayarak politikanın güvenilirliğini artırmaktır. Bütün bunlar yapılırken, açıklık ve hesapverebilirlik ilkeleri gözönünde bulundurulmuş ve ekonomik birimlerin beklentilerinin izlenmesine özen gösterilmiştir.

Parasal hedefleme politikası para talebi ve ekonomik faaliyetler arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığına dayanır. Bu nedenle, enflasyon, büyüme gibi değişkenlerle istikrarlı ilişkisi olan bir parasal değişkenin hedef olarak seçilmesi ve bu hedefin reel büyüme ile paranın dolanım hızındaki gelişmelerle tutarlı olacak şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Bu yaklaşım Paranın Miktar Teorisi kapsamında ele alınmaktadır. Burada, hedeflenen parasal büyüklük ara hedefi, enflasyon oranı ise nihai hedefi oluşturmaktadır.

Almanya'da uygulanan parasal hedefleme politikası ile enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası arasında benzerlikler bulunmaktadır. Yirmi yılı aşkın bir süredir Almanya'da başarılı bir şekilde uygulanan parasal hedeflemeye dayanan para politikası, son yıllarda

yaygın olarak gündeme gelen enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası için önemli dersler içermektedir. Bu yüzden bu çalışmada Almanya deneyimi de incelenmektedir. Bu uygulamadan enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası için aşağıdaki konularda önemli dersler çıkarılabilir (Mishkin ve Posen, 1997; McCallum, 1996).

◆ Almanya'da uygulanan parasal hedefleme politikası, uygun parasal büyüklüğün yanısıra enflasyon oranını da hedeflemektedir. Bu açıdan enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası ile paralellik arz etmektedir.

◆ Almanya'nın parasal hedefleme politikasının oldukça esnek bir yapıya sahip olması, bir yandan orta ve uzun vadeli enflasyon hedeflerinin farklılaşmasına, diğer yandan bu hedeflerin zaman içinde (tedrici olarak) çakışmasına imkan tanımaktadır.

◆ Uygulanan bu politika, kısa dönemdeki reel şoklar ile kur, faiz gibi değişkenlerdeki dalgalanmalara duyarlı bir yapıya sahiptir.

◆ Bu politika uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak sıfırdan büyük bir enflasyon oranını hedeflemektedir.

◆ Gerek enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası, gerekse parasal hedefleme politikası açıklık ilkesi çerçevesinde, kamuoyuyla gerekli iletişim sağlanarak başarılı olabilmektedir.

Sonuç olarak, Almanya'nın para politikasında hedef koyma deneyimi iki önemli dersi içermektedir. Birincisi, hedef koyma politikası, faiz, kur gibi değişkenlerdeki dalgalanma sonucu kısa dönemde

hedeflenen değişkenlerde sapma olmasına rağmen, enflasyonun önlenmesi açısından başarılı olmuştur. İkincisi, hedef koyma politikası şeffaf olmayı gerektirmektedir. Bu çerçevede, merkez bankası ile ekonomik birimler arasındaki iletişim artırılarak, merkez bankasının davranışlarının kamuoyu tarafından anlaşılmasına ve izlenmesine imkan sağlanmaktadır. Açıklık ve esneklik ilkelerinin etkin olarak uygulanması yalnız başarılı Almanya deneyimi için değil, enflasyonu doğrudan hedefleyen başarılı ülkeler için de önemli olmuştur.

2.2. Avustralya

Avustralya 1993 yılında enflasyon hedeflemesine geçtiğinde 1980'lerde yüksek seyreden enflasyon yavaş yavaş kabul edilebilir seviyelere inmeye başlamıştı. Enflasyonun doğrudan hedeflenmesine geçilmeden önce 1980'lerin sonunda Avustralya para politikasının rolünü tartışmaya açmıştır. Enflasyonun 1980'lerde yüksek seyretmesi rahatsızlık yaratmış enflasyonun kabul edilebilir seviyelere indirilmesi ve daha sonra da bu seviyede tutulması genel kabul görmüştür. Bu çerçevede enflasyon önce yüzde 8'lerden aşağıya çekilmiş ve 1993 yılından itibaren yüzde 2-3 aralığı hedef olarak seçilmiştir. Aslında bu aralık bilinen anlamda bir enflasyon hedefi aralığı olmamıştır. Başka bir deyişle, Avustralya Merkez Bankası enflasyonu her koşulda bu aralık içerisinde tutma yükümlülüğü altına girmemiştir. Merkez Bankası, enflasyona ek olarak reel ekonomideki gelişmeleri de yakından takip edeceğini belirtmiş, ayrıca beklenmeyen şoklardan dolayı geçici olarak enflasyon hedefinin bu aralığın dışına çıkabileceğini vurgulamıştır.

Avustralya'da enflasyon hedeflemesi herhangi bir yasal düzenleme çerçevesinde uygulanmamıştır. Hatta, Merkez Bankası ve hükümet arasında bir anlaşma yapılmamıştır. Sadece, Hazine yeni politikaya gidildiğini resmi olarak açıklamakla yetinmiştir.

Avustralya'da beklenmedik şoklara karşı bazı fiyat etkilerinden arındırılmış TÜFE endeksi enflasyon hedeflenmesinde kullanılmıştır. Bu endeksten ipotek faiz maliyetleri ile bazı tarım ürünleri, petrol ve kamu fiyatları çıkarılmıştır.

Enflasyon hedeflemesi politikasının temel özellikleri Avustralya örneğinde de görülmüştür. Uygulanan politika ileriye dönük öngörülen enflasyona dayanmaktadır. Bankanın orta dönem enflasyon öngörüsünün hedeflenen aralık içerisinde olması sağlanmaya çalışılmıştır. Bunun için kısa dönem faiz oranları politika aracı olarak kullanılmıştır. Politika araçlarının enflasyonu belli bir gecikme ile etkilediği gözönüne alınmış, buna bağlı olarak politikalar oluşturulmaya çalışılmıştır.

Avustralya örneğinin bir özeliği de Merkez Bankası'nın enflasyon hedefi yanında kısa dönemde işsizliğe ve reel büyümeye de önem vermesidir. Merkez Bankası enflasyon kadar işsizlik ve büyüme verilerini de yakından takip etmiştir (Stevens ve Debelle, 1995).

2.3. Finlandiya

Finlandiya doğrudan enflasyon hedeflemesine Şubat 1993 tarihinde başlamış ve 1995 yılı itibariyle enflasyonu yüzde 2 seviyesinde

tutmayı hedeflemiştir. Finlandiya Merkez Bankası doğrudan enflasyon hedeflemesine geçtiğinde yerel para birimi Markka'nın o dönemlerde devalüe edilmiş olmasının enflasyonu artıracakı beklentisi ekonomiye hakimdi. Bu ortam içerisinde Finlandiya Merkez Bankası uzun dönemli enflasyon beklentilerini kırmak için yüzde 2 oranında bir enflasyonu hedef seçmiş fakat geçici şoklardan ve politikanın enflasyonu uzun bir gecikme ile etkilemesinden dolayı enflasyonun kısa dönemde hedeflenen değerden uzaklaşabileceğini gözönüne almıştır. Bu çerçevede enflasyon hedefi aylık takip edilmemiş, 1995 yılı itibatiyle hedeflenen enflasyona yavaş fakat düzenli bir geçiş süreci amaçlanmıştır. Finlandiya, TÜFE'den sübvansyonların, dolaylı vergilerin, konut fiyatlarının ve ipotek faizi maliyetlerinin çıkarılmasından sonra elde edilen endeksteği değişmeyi hedeflemiştir.

Finlandiya'da doğrudan enflasyon hedeflemesi politikası kamu harcamalarının kısılması programı ile birlikte uygulamaya konmuştur. Bu gelişmelere karşın, ilk dönemlerde ekonomide enflasyonun düşeceğine yönelik olumlu beklentiler oluşmamıştır. Bu dönemde, uygulanacak politikaların ekonomiye durgunluk getireceği beklentisi güçlenmiştir. Buna karşın, mali piyasalarda politika değişikliği ile birlikte faizlerde ve kurlarda istikrarın artacağı inancı oluşmuştur. Bir kısım olumsuz beklentilere karşın uygulanan politikalar beklenenden daha kısa sürede enflasyonu aşağıya çekmeyi başarmıştır. 1993 yılın ortalarında TÜFE'de, 1994 yılının başlarında ise hedeflenen endekste enflasyon yüzde 2'ye inmiştir. Ancak, bu dönemde iki yıl boyunca ücretlerin

artmaması ve emek verimliliğinin hızla yükselmesi enflasyonun düşmesinde etkili olmuştur.

1995 yılının Nisan ayında yeni hükümetin iktidara gelmesi ile para politikasının kredibilitesi daha da artmıştır. Yeni hükümet bir yandan sıkı maliye politikasıyla bütçe finansmanını disipline etmeye çalışırken, diğer yandan fiyat istikrarını sağlama yükümlülüğünü üzerine almıştır (Brunila ve Lahkenpera, 1995).

2.4. İngiltere

1992 yılında İngiltere'de büyüme yavaşlamış, işsizlik oranı artmış ve devalüasyon yapılması yönünde baskılar oluşmaya başlamıştır. Bu dönemde, döviz kuru mekanizmasından (ERM) çıkmış ve Sterlin ciddi oranlarda devalüe edilmiştir. Buna karşın, İngiliz hükümeti ERM'den çıkmasına rağmen, fiyat istikrarını sağlama konusundaki kararlılığını piyasalara duyurmuştur. Ekim 1992 tarihinde enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasına geçilmesiyle birlikte hükümet piyasalara fiyat istikrarının en önemli para politikası hedefi olarak kabul ettiğini piyasalara duyurulmuştur. Para arzları ve kurlar İngiliz Merkez Bankası tarafından yakından takip edilmesine rağmen ara hedef olarak kullanılmamışlardır. Dar ve geniş para arzı tanımları (M0 ve M4) raporlarda izlenen büyüklükler olarak bahsedilmiş, fakat hiçbir zaman bunlar üzerine hedefler konmamıştır. Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlama amacını gerçekleştirirken para politikasını son derece şeffaf bir yapı içerisinde uygulamıştır.

İngiltere'deki enflasyon hedeflemesi politikasının özelliklerinden bir tanesi RPIX'in (perakende fiyat endeksinden ipotek faiz maliyetlerinin çıkarılması) hedef fiyat endeksi olarak seçilmesidir. Enflasyon hedefi 1997 yılının Mayıs ayına kadar yüzde 1 - 4 aralığı, bu tarihten sonra ise yüzde 2,5 \pm 1 puan olarak belirlenmiştir. Bu endeks diğer ülkelerin kullandığı fiyat endekslerinin aksine petrol ve gıda ürünleri fiyatlarını içermektedir. İngiltere örneğinin bir diğer farklı özeliği ise enflasyon hedeflemesi politikasını İngiltere Merkez Bankası yürütürken, RPIX bazındaki enflasyonu başka bir kurumun, Ulusal İstatistik Ofisinin, hesaplamasıdır. Bu özelliklerinin yanında İngiliz Merkez Bankası enflasyon hedeflerini çok katı bir şekilde uygulamamış, reel ekonomideki değişmelere tepki verebilen esnek bir yapı oluşturmuştur. İngiltere Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinde resmi faiz oranlarını (base rates) temel politika aracı olarak kullanmıştır. Kurlar gibi kısa dönemde enflasyonu etkileyebilen araçların yerine faizlerin tercih edilmesi Merkez Bankası'nın kısa vadeli değil de orta vadeli bir enflasyon hedefi oluşturmak istemesinden kaynaklanmıştır.

İngiltere'de Merkez Bankası Mayıs 1997 tarihine kadar araç bağımsızlığına sahip olamamıştır. Bu tarihe kadar genel sekreter (Chancellor of the Exchequer) ve Merkez Bankası başkanı ayda bir toplantı yaparak para politikasının gidişatını değerlendirmişlerdir. Enflasyon hedefi hükümet tarafından belirlenmiş, uygulanacak politikalar bu toplantılarda değerlendirilmiştir. Merkez Bankası ve Hazine ilerideki dönemlere ilişkin enflasyon öngörülerinde bulunarak, faizlerin değiştirilip değiştirilmeyeceğini kararlaştırmışlardır. Geleceğe yönelik

enflasyonda bir artış beklentisi durumunda faizler artırılmış, böyle bir beklenti olmadığında ise faizler gevşek tutulmuştur. Hazine'nin ve Merkez Bankası'nın enflasyon öngörülerinde farklılıklar olduğunda kısa dönemli politik çıkarlar baskın gelmiş ve fiyat istikrarı hedefinden bir miktar sapma olmuştur. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın görevi, oluşturulan model çerçevesinde geleceğe yönelik enflasyon öngörülerinde bulunmak ve toplantılarda alınan kararları uygulamak olmuştur.

Merkez Bankası'nın bir diğer görevi ise enflasyon hedeflemesi konusunda toplumu bilgilendirmektir. Üç ayda bir yayınlanan Enflasyon Raporu ile Merkez Bankası orta dönemde öngörülen enflasyon bağlamında gerçekleşen enflasyonu değerlendirmek ve bu şekilde uygulanan politikaların başarısı konusunda kamuoyunu bilgilendirmeyi ve kamuoyuna hesap vermeyi amaçlamıştır. Bu tür açıklık politikası beklentilerin doğru şekillenmesine yardımcı olmuş, aynı zamanda da politikanın kredibilitésini artırmıştır. Bunun da şeffaflık, hesapverilebilirlik ilkeleri çerçevesinde para politikasına olan güveni artırdığı gözlenmiştir.

1993 yılından itibaren Merkez Bankası'nın bağımsızlığının artırılmasına yönelik gelişmeler olmuştur. Ağustos 1993'ten itibaren Merkez Bankası Enflasyon Raporu'nu hazırlayıp Hazine'ye göndermeye başlamıştır. Bu şekilde Enflasyon Raporunun hazırlanması tamamen Merkez Bankası'na devredilmiştir. Kasım 1993 tarihinden itibaren ise aylık toplantılarda alınan faiz değişimi kararlarının bir sonraki toplantıya kadar geçecek bir aylık sürede ne zaman uygulanacağı kararı tamamen

Merkez Bankası'nın insiyatifine bırakılmıştır. Bu gelişmelere karşın, Merkez Bankası tam araç bağımsızlığına Mayıs 1997 tarihinde İşçi Partisi'nin iktidara gelmesi ile kavuşmuştur. Bu tarihten sonra enflasyon hedefinin ne olacağını ve ne kadar sürede bu hedefe ulaşılması gerektiğini hükümet belirlemeye devam etmiş, ancak bu hedefe ulaşmada hangi araçların ne ölçüde ve ne zaman kullanılacağına Merkez Bankası karar vermeye başlamıştır. Böyle bir politika değişiminin yapılmasında hükümetin enflasyon hedeflemesi politikasının hesapverilebilirliğini, şeffaflığını ve kredibilitesini artırma isteğinin etkili olduğu söylenebilir. Hükümet, Merkez Bankası'na özerklik tanırken kısa dönemli politik etkilerin enflasyonu hedefinden sapmasını engellemeye çalışmıştır.

Merkez Bankası'na bağımsızlık tanındıktan para politikasının değerlendirildiği bir Para Politikası Komitesi oluşturulmuştur. Bu Komite Governör başkanlığında dokuz üyeden oluşmaktadır. Komitede Governör dışında , dört kişisi banka içi (üç ekonomist ve bir başkan yardımcısından) olmak üzere, diğer dört kişi Hazine temsilcisi, iki akademisyen ve özel sektörden bir ekonomistten oluşmuştur.

Yeni Zellanda örneğinin aksine, İngiltere'de enflasyon hedeflemesinde olası bir başarısızlık durumunda Governör herhangi bir yaptırıma maruz kalmamakta, fakat olası bir sapma durumunda halka ve hükümete hesap vermek zorunda kalmaktadır. Ne gibi politikaların uygulanacağı ve hedefe nasıl ve ne zaman ulaşılacağı da açıklaması gereken diğer noktalar arasındadır (Mishkin ve Posen, 1997).

İngiltere'nin enflasyonu doğrudan hedeflenmesi deneyimi önemli sonuçlar içermektedir. Bunlardan ilki, enflasyon hedeflenmesinde kamuoyunun bilgilendirilmesi ve şeffaflığın sağlanması politikaların başarısı açısından çok önemli olduğu anlaşılmıştır. Merkez Bankası Enflasyon Raporu'yla enflasyon hedefini açıkça belirlemiş, enflasyonun gelecek dönemlerde nasıl bir seyir izleyeceği öngörümüştü ve hedeften bir sapma olduğunda bunun sebeplerini kamuoyuna açıkça duyurmuştur. Böylece piyasalar gelecek dönemde enflasyonun ne olabileceğini ve faizlerin ne yönde hareket edeceğini daha sağlıklı olarak tahmin edebilmiştir. Çıkarılabilecek ikinci sonuç ise Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığının olmasının para politikasının kredibilitelerini artırdığını ve piyasaların kısa dönemli politik çıkarlar doğrultusunda para politikasından sapılmayacağına inanmaya başlamalarıdır. Bu gelişme de beklentileri olumlu yönde etkilemiştir.

2.5. İspanya

İspanya, 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren yapısal değişim ve finansal liberalizasyon politikaları uygulamaya koymuştur. Yapısal değişimlere ve finansal liberalizasyon politikalarına paralel para talebi ile harcamalar arasındaki ilişki zayıflamış ve para talebinde istikrar kaybolmuştur. Gelişmeler İspanya'da parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesini güçleştirmiştir. Ek olarak, İspanya'nın 1989 yılında ERM'ye dahil edilmesiyle birlikte parasal büyüklüklere ek olarak kur da ara hedef olarak para politikasına dahil edilmiş, ancak kurların zamanla diğer ara hedefler üzerinde bir kısıt oluşturmasına yolaçmıştır. 1992

yılından sonra kurdaki dalgalanmalara bağlı olarak kurun ara hedef olarak kullanılmasından vazgeçilmiştir. Ayrıca, İspanya Merkez Bankası Özerklik Yasası'nın çıkması, İspanya'nın ara hedefi belirleme politikalarından vazgeçmesini kolaylaştırmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak, varolan politikanın devamı Merkez Bankası'nın kredibilitesi açısından sakıncalar taşımasından dolayı 1995 yılından itibaren enflasyon oranını doğrudan hedef alan bir para politikası benimsenmiştir. İspanya, üç yıllık bir süre içerisinde on iki aylık enflasyonun yüzde 3'ün altına çekilmesi hedefini kamuoyuna ilan ederek yeni para politikasını uygulamaya başlamıştır.

Bu politika çerçevesinde;

- ◆ Ara hedefler belirtilmeden enflasyon tahminleri yapılıyor,
- ◆ Para ve kredi istatistiklerindeki gelişmeler izleniyor,
- ◆ Tüketici ve diğer fiyat endeksleri, ücret maliyetleri ve kar gibi fiyat ve maliyet unsurlarındaki gelişmeler takip ediliyor,
- ◆ Talep ve maliye politikasındaki gelişmeler izleniyor,
- ◆ Enflasyon beklentileri izleniyor ve dikkate alınıyor.

Yeni politika, Merkez Bankası'nın kredibilitesini artırmaya ve bu çerçevede şeffaflık ve hesapverebilirlik ilkelerini ön plana çıkarmaya dayanmaktadır (Ortega ve Bonilla, 1995).

2.6. İsrail

İsrail, 1985 yılında uygulamaya başladığı istikrar programı çerçevesinde sabit kur rejimini benimsemiştir. Ancak, 1991 yılında güdümlü dalgalı kur (crawling exchange rate) politikasına geçilmiş ve bu dönemden sonra kurla birlikte hareket eden enflasyon hedefi kamoyuna duyurulmuştur. Aslında, enflasyon hedefinin belirlenmesi fiyatın önemli bir belirleyicisi olan kurun, hedeflenen düzeyde tutulmasını sağlamaya yönelik olmuştur. Enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasına geçilmesi, kurun nominal çıpa olarak kullanılmasını engellememiştir. 1991 yılından itibaren kur hedefi, belirlenen enflasyon hedefi ile İsrail'in ticaret yaptığı ülkelerdeki beklenen enflasyona bağlı olarak belirlenmeye başlanmıştır. Bu politika çerçevesinde, reel kur da zımnen hedeflenmiş oluyordu. Daha sonra, reel kurların nominal değişkenlere bağlı olarak belirlenmesi ve talep ve arzdaki değişimlerin dikkate alınmaması gerçekçi bir politika olarak nitelendirilmemiştir. Bu nedenle, arz ve talepteki şokları sisteme dahil etmek üzere hedeflenen değişkenlerin bir değer değil de belirlenen aralıklarda dalgalanması öngörülmüştür.

İspanya'nın aksine, İsrail'de para talebi istikrarlı bir yapı sergilemektedir. Bu yüzden parasal büyüklükler ara hedef olarak para politikasına dahil edilmiştir. 1992 yılı için TÜFE'deki değişimin yüzde 8-11 aralığında olması hedefine ek olarak kurun hedeflenen aralıkta dalgalanması ile parasal değişkenlerin ara hedef olarak belirlenmesi para politikasının özünü oluşturmuştur. Aslında, enflasyonun doğrudan

hedeflenmesi politikası esas olarak ekonomik birimlerin beklentileriyle uygulanan politikalar arasındaki uyuma ve bu politikaların kredibilitesine dayanmaktadır (Ben-Bassat, 1995).

İsrail'de 1992-1993 döneminde enflasyon hedefi önemli ölçüde gerçekleşmiştir. Ancak, 1994 yılında enflasyon hedefi önemli ölçüde aşılmıştır. İsrail'de belirlenen enflasyon hedefini gerçekleştirmek için faiz için de hedeflenen kur ve dış dünya faiz oranlarına bağlı olarak bir hedef aralığı belirlenmesi önerilmiştir. Diğer taraftan, İsrail TÜFE'deki değişimi enflasyon hedefi olarak belirlemiştir. TÜFE yerine, fiyat şoklarını barındırmayan ürün fiyatlarındaki değişimin hedeflenmesi ve bu hedefler için uygun aralıkların belirlenmesi bu politikanın kredibilitesini artırabilecektir.

2.7. İsveç

Kasım 1992'de İsveç Merkez Bankası (Riksbank) sabit kur sistemini bırakarak, dalgalı kur sistemine geçmiştir. Sabit kur sisteminde para politikası uygulanırken, fiyat istikrarı nihai hedef, döviz kuru ise ara hedef olarak kullanılmıştır. Para politikası uygulanırken, faiz düzeyinin döviz giriş ve çıkışlarını dengeleyecek şekilde belirlenmesine çalışılmıştır. Dalgalı kur sistemi ile birlikte, kur nominal çıpa olmaktan çıkmış ve fiyat istikrarını sağlayacak olan "hedef", para politikası ve enflasyonist bekleyişler için yeni nominal çıpa olmuştur.

Yeni uygulamada parasal büyüklüklerin ara hedef olma olasılıkları araştırılmış ve bazı tutarsızlıklar³ bulunduğu için yeni bir ara hedef gözönüne alınmamıştır. Ek olarak, parasal hedeflemenin en önemli önkoşullarından biri olan para arzının, enflasyon, büyüme gibi bazı makroekonomik göstergelerle istikrarlı bir ilişkisi olmadığı ve özellikle yeni finansal araçlarla birlikte bu ilişkilerin iyiden iyiye zayıfladığı belirlenmiştir.

Enflasyonun doğrudan hedeflenmesi ile Merkez Bankası'nın temel amaçları, açıkça bir enflasyon hedefi vererek, kredibilitiyi artırmak ve enflasyonist beklentileri etkilemek olmuştur. Bunun yanısıra, enflasyon hedeflemesi ile para politikasının etkinliğini artırmak ve Merkez Bankası'nın sorumluluğunun altını çizmek amaçlanmıştır.

1993 yılının Ocak ayında, Merkez Bankası enflasyonist beklentileri yönlendirmek amacıyla, enflasyon hedefine yönelik politikalarını uygulamaya başlamıştır. Bu hedefe göre, 1995 yılından itibaren tüketici fiyat endeksindeki yıllık artış, her iki yönde yüzde 1'lik bir manevra alanı bırakılarak, yüzde 2 ile sınırlanmıştır. Kamuoyu tarafından kolay anlaşılır ve revize edilmeden, düzenli olarak yayınlanan bir endeks olduğu için, tüketici fiyat endeksi hedef olarak seçilmiştir. Merkez Bankası'nın kendisine esneklik olarak tanıdığı bu iki yıllık zaman, geleneksel olarak para politikasının enflasyon düzeyi üzerindeki etkisinin 1-2 yıl arasında olacağı konusunda oluşan görüş

³ Dar tanımlı para arzlarının kontrolünün daha kolay, diğer taraftan enflasyon ile ilişkisinin zayıf olduğu, kontrolü zor olan geniş tanımlı para arzlarının ise, enflasyon ile ilişkisinin güçlü olduğu bulunmuştur.

birliği ile açıklanabilir. Diğer taraftan Merkez Bankası geçiş dönemi olarak nitelendirebileceğimiz, 1993-94 dönemi için, tüketici fiyat endeksinden dolayı vergilerin, sübvansiyonların, ipotek maliyetlerinin ve kur rejimindeki ani değişiklikten dolayı oluşan fiyat sıçramalarını hariç tutan iki farklı enflasyon tanımını (underlying inflation – UND1 ve UND2) gözetmiş ve bu göstergelerin artmamasını hedeflemiştir.

Enflasyonist baskıyı değerlendirebilmek amacıyla, Merkez Bankası'nın izlediği bazı temel göstergeler, kısa vadede, üretim açığı (output gap), kapasite kullanım oranı, işsizlik oranı, ücretler, ithalat fiyatları, döviz kurları, hammadde ve ara malı fiyatları gibi değişkenler olurken, uzun vadede parasal büyüklükler, orta-vadeli faiz oranları ve enflasyon beklentilerinin ölçüldüğü anketler olmaktadır. İki yıldan daha sonrası için ise forward faizler ve yapılan ekonometrik tahminler öne çıkmaktadır.

İsveç Merkez Bankası'nın üzerinde durduğu en önemli konulardan biri, uygulanan para politikasının işlevsel ve politik kredibilitenin⁴, maliye politikalarının ve işgücü piyasalarının esnekliği ile olan yakın ilişkisidir.

Çizilen şeffaf politika'nın ve Merkez Bankası'nın hesapverilebilirliğinin kamuoyuna yansımalarının en önemli araçları, tipik merkez bankası yayınları dışında Banka tarafından yılda üç kez yayınlanan "İsveç'teki Enflasyon ve Enflasyonist Bekleyişler" adlı rapor, Merkez Bankası Başkanı'nın televizyonda yayınlanan konuşmaları ve

⁴ Politik kredibilite, fiyat istikarının hedeflemesine politik desteğin gelmesi ve kamuoyunun uygulanan politikaların istikrarlı bir şekilde devam edeceğine inanması diye tanımlanabilir.

Merkez Bankası Başkanı'nın ve banka çalışanlarının yaptıkları diğer konuşmalar ve sunuşlar olarak dikkat çekmektedir.

Geçiş döneminde UND1 ve UND2 tanımlı enflasyon oranlarında dalgalı bir seyir gözlenmekle birlikte, 1994 yılı sonu itibariyle bu oranlar tüketici fiyat endeksinin altında kalmış ve İsveç Merkez Bankası aşağı-yukarı hedeflediği şekilde, yeni tanımlı bu enflasyon oranlarının fazla artmaması hususunda belli bir ölçüde başarılı olmuştur. Tüketici fiyat enflasyonu ise, 1994 yıl sonu itibariyle yüzde 2,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, yapılan bütçe konsolidasyon programı ile dolaylı vergiler artırılmış, sübvansiyonlar azaltılmış ve bu durum geçici olarak fiyatlarda artışa neden olmuştur. Bu çerçevede İsveç Merkez Bankası'nın temel amacı, bu gelişmelerin enflasyonist beklentileri olumsuz yönde etkilemesini önlemeye yönelik olmuştur. Diğer taraftan, bu dönemde, politik kredibilitenin zayıf olması, uzun dönemli faiz oranlarının kısa dönemli faiz oranlarının üzerinde ve dalgalı bir şekilde seyretmesine ve ülke para birimi olan Kronun değer yitirmesine neden olmuştur. 1995-1997 döneminde ise, tüketici fiyat enflasyonu hedeflenen aralıkta gerçekleşerek, yüzde 2,5, yüzde 0,49 ve yüzde 0,46 olmuştur.

İsveç Merkez Bankası'nın enflasyonu doğrudan hedefleme uygulamasından yapılacak en önemli saptamalardan ilki politik kredibilitenin önemidir. İkincisi, Merkez Bankası'nın amacını dışsal şoklara karşı (petrol fiyatları, dış ticaret hadlerindeki değişiklikler, maliye politikasındaki değişiklikler, vergi politikasındaki değişiklikler, ipotek maliyetleri gibi) enflasyondaki geçici sıçramaların enflasyonist

bekleyişlere olumsuz yansımaları engelleyecek şekilde para politikasını yönlendirmek olarak özetleyebiliriz.

2.8. Kanada

Kanada, Yeni Zelanda'dan bir yıl sonra 1991 yılında enflasyonu doğrudan hedeflemeye başlamış ve Merkez Bankası tarafından 3 yıl süren bir kampanya ile para politikasının uzun vadedeki amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu kamuoyuna açıklanmıştır. Merkez Bankası enflasyonu doğrudan hedefleyerek, o dönemdeki katı enflasyonist bekleyişleri kırmayı hedeflemiştir. Devalüasyon, kur politikasında değişiklik veya ara hedef olarak para arzlarının gözetilmeyeceği gibi bazı ülkelerde gözlenen radikal politika değişiklikleri yapılmamıştır.

Bu hedef açıklanmadan önce, 1990 yılının son üç ayında Kanada ekonomisi derin bir durgunluk içine girmiş ve 1989 yılına göre enflasyon oranı düşerek yüzde 4,2 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, hızla artan iç ve dış borçlar, politik belirsizlik ve para politikasının kredibilitesinin son 20 yıldaki enflasyondan dolayı olumsuz etkilenmesi, uzun dönemli Kanada tahvillerinin risk priminin oldukça artmasına neden olmuştur. Bu dönemde yine mal ve hizmetlere yeni bir dolaylı verginin konması, 1991 yılından itibaren tüketici fiyatlarını yaklaşık yüzde 1,25 oranında artırması öngörülmüştür. Dolayısıyla Merkez Bankası bu tür şokların kısa vadede enflasyonist bekleyişleri hızla artıracığı düşüncesiyle, yeni enflasyon hedefini "enflasyonu düşürmeye yönelik hedefler" adı altında hemen ortaya sürmüştür.

Yeni uygulama Yeni Zelanda örneğinde olduğu gibi bir kanunla değil, Merkez Bankası ve hükümet tarafından ortaklaşa verilen bir kararla, Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı tarafından kamuoyuna duyurulmuştur. Hükümetin desteğini vurgulamak amacıyla bu duyuru ile birlikte aynı gün hükümet bütçesi de yayınlanmıştır.

Merkez Bankası kendisini, hükümetten daha fazla halka karşı sorumlu olarak görmektedir. Merkez Bankası'nın kurumsal konum olarak araç bağımsızlığı bulunmaktadır. Merkez Bankası pratikte faiz oranlarını belirlemekte, ancak yasal olarak Maliye Bakanlığı'nın para politikasında değişiklik yapılması direktifi⁵ verme hakkı bulunmaktadır. Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı programı olmamakla birlikte aşağı yukarı her hafta toplantı yapmaktadır. Diğer formel ilişkiler haricinde bir Bakan Yardımcısı, Merkez Bankası yönetim komitesine oy hakkı olmadan katılmaktadır.

Kanada'da fiyat endeksini İstatistik Kurumu hesaplarken, Merkez Bankası enflasyon hedefini gözetmekten ve enflasyonun geçmiş dönemdeki performansını değerlendirmekten sorumludur. Tüketici fiyat endeksi nihai hedef olarak alınırken, gıda ve enerji fiyatlarını ve dolaylı vergilerin etkisini dışlayan çekirdek enflasyon da, orta vadede tüketici fiyatlarının gelişimini etkileyecek olan enflasyon eğiliminin ne yönde olduğunun izlenebilmesi amacıyla yayınlanıp, gözetilmiştir. Çoğu ülkede olduğu gibi, tüketici fiyat endeksi, kamuoyu tarafından daha fazla

⁵Maliye Bakanlığı'ndan pratikte değişiklik direktifi hiç gelmemiştir. Böyle bir direktif, Merkez Bankası Başkanı'na para politikası açısından güvenin sonlandığı ve işinden ayrılması gerektiği mesajı taşımaktadır.

kullanılan, kolay anlaşılır ve revize edilmeden, düzenli olarak yayınlanan bir endeks olduğu için kullanılmaktadır.

Çizilen şeffaf politikanın kamuoyuna yansımalarının araçları, 1994 yılında Merkez Bankası Yıllık Raporu'nun yeniden düzenlenmesi ve 1993 yılından itibaren "Bank of Canada Review" adlı yayının üç aylık olarak ve enflasyonu düşürmeye yönelik hedeflerdeki performansın ve para politikasındaki ve enflasyondaki gelişmeleri içerecek şekilde yayınlanması ve 1995 yılından itibaren yılda iki kere Para Politikası Raporu'nun yayınlanmaya başlanması olarak sıralanabilir.

Merkez Bankası yeni enflasyon hedefi uygulamasında Parasal Koşullar Endeksi⁶ olarak tanımlanan bir göstergiyi operasyonel hedef olarak gözetmiştir. Bu endeks, 1'e 3 olarak, 90 gün vadeli ticari senetlerin ağırlıklı ortalaması ve 10 ülkeyi (group of ten) baz alan dış ticaretle ağırlıklandırılan döviz kurundan oluşmaktadır. Bu endeksin düzeyinden daha çok kısa dönemdeki değişimleri gözönüne alınmakta ve 3-6 aylık bir dönem için diğer bir deyişle kısa vadeli bir operasyonel araç olarak kullanılmaktadır. Endeks bir nominal çıpa olarak değerlendirilmemekte, yalnızca faiz oranları belirlenirken kurlardaki değişimler de çok yakından takip edilmektedir. Ek olarak 1994 yılının ikinci yarısından itibaren bir gecelik faiz oranlarında binde 5'lik (50 basis points) bir aralık hedeflenmiştir. Uygulamada işgücü ve mal piyasalarındaki talep veya arz fazlasının (gap) öngörülerini temel girdi olarak alınmakta, geniş tanımlı para arzlarındaki, kredi arzındaki,

⁶ Ocak 1987=100 bazlı endeks

tüketimdeki ve ücret kontratlarındaki gelişmeler izlenmektedir. Enflasyonist bekleyişler ise "Conference Board of Canada" tarafından yapılan anketlerden ve 30 yıl vadeli devlet tahvilleri ve reel tahvillerin (real bonds) getirilerinin farkı gözetilerek, izlenmektedir.

Enflasyon hedefi yüzde 2'lik bir nokta hedefle birlikte, bir aralık şeklinde alt ve üst limitler daha fazla ağırlık verildiği belirtilerek (sıfırın üzerinde) kamuoyuna duyurulmuştur. İlk hedef, uygulanacak para politikasının 18-24 aydan daha önce enflasyon hedefini uygulanabilir kılamayacağı için, 22 ay sonrası için ve yüzde 3 olarak verilmiştir. Dolayısıyla, Yeni Zelanda ve İngiltere örneğinin tersine, 1993 yılına kadar enflasyondaki belirsizlikler sürmüştür. Daha sonraki dönemler için hedefler, 1994 için yüzde 2,5 ve 8 ay sonrası için de yüzde 2 olarak belirlenmiştir. Fiyat istikrarı için ise enflasyon oranının yüzde 2'nin altına düşmesi gerektiği ve hatta fiyat istikrarı gerçekleşene kadar yüzde 2'lik oranın daha da alt seviyelere çekilebileceği belirtilmiştir. 1995 yılının sonunda ise, yüzde 1-3'lük enflasyon hedef aralığı 1998 yılının sonuna kadar uzatılmıştır. Buna paralel olarak ta 1995-1997⁷ döneminde enflasyon oranları sırasıyla yüzde 2,17 1,56 ve 1,64 olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak, Kanada'nın enflasyonu doğrudan hedefleme uygulaması, Yeni Zelanda örneğindeki gibi kontrata dayalı bir kurumsal yapı olmamasına ve olumsuz arz yönlü şoklara rağmen başarı ile sonuçlanmıştır. Başarısındaki en önemli faktörler ise Merkez

⁷ 1997 yılı 11 aylık enflasyon oranıdır (Kaynak: IFS)

Bankası'nın politika esnekliği, Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı arasındaki uyumlu ilişki ve Merkez Bankası'nın şeffaf ve kamuoyunu aydınlatmaya yönelik uygulamaları olarak göze çarpmaktadır.

2.9. Yeni Zellanda

Birinci petrol şokuyla birlikte Yeni Zellanda'da enflasyon oranı iki haneli rakamlara yükselmiştir. Yeni Zellanda, 1980'li yılların ortalarından itibaren, OECD ülkeleriyle aralarında oluşan gelişmişlik farkını gidermek ve yüzde 18 düzeyinde seyreden enflasyon oranını düşürmek üzere yeni bir ekonomik yapılanmaya gitmiştir. Uygulanan ekonomik politikalarla enflasyon oranı tek haneli düzeye indirilmiştir. 1990 yılı başında, Parlemantoda çıkan bir yasayla, Yeni Zellanda Merkez Bankası'na (Reserve Bank of New Zealand) "fiyat istikrarını sağlama ve devam ettirmeye yönelik olarak para politikasını oluşturma ve uygulama" görevi verilmiştir. Mart 1990'da, yasa gereği bağımsız Merkez Bankası Başkanı ile Maliye Bakanı arasında yapılan anlaşmayla (Policy Targets Agreement) dünyada ilk defa enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası uygulanmaya başlanmıştır. Bu anlaşma daha sonraki dönemlerde belirlenen aralıklarda tekrarlanmış, rakamsal olarak enflasyon hedefi ve uygulama dönemi açıkça belirlenmiştir. Uygulamanın ilk döneminde Merkez Bankası halkın yakından takip ettiği tüm malların içinde yer aldığı tüketici fiyatları bazlı enflasyon oranını yüzde 0-2 aralığında hedeflemiştir. Ancak, ilk anlaşmada belirlenen enflasyon hedefi, Merkez Bankası kontrolünde olmayan fiyat hareketlerinden, hükümetin vergi ve gelir politikalarında, dış ticaret

hadlerinde ve faiz oranlarında beklenmeyen değişimlerden ve diğer dışsal etkilerden dolayı tam olarak tutturulamamıştır. Daha sonra tekrarlanan anlaşmayla, Merkez Bankası'nın kontrol edemediği fiyatların kapsamadığı çekirdek enflasyon oranı belirlenmiş ve bu oran yüzde 0-2 aralığında hedeflenmiştir. Daha sonraki yıllarda bu hedef genellikle tutturulmuştur. Bu çerçevede, Yeni Zellanda'da uygulanan para politikasının başlıca özellikleri aşağıda sıralanmıştır (Mishkin ve Posen, 1997; McCallum, 1996).

◆ Uygulanan politikayla enflasyon hedefi dışında, başka bir nihai ya da ara hedef belirlenmemiştir. Çünkü yapılan çalışmalar, parasal büyüklükler ve krediler ile nominal gelir ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Yeni para politikası uygulanmadan önce, para politikası ticaret ağırlıklı kurlar ve faiz oranları çerçevesinde izlenmiştir. Yeni politikayla bu değişkenlerdeki gelişmeler yakından izlenmiş ve özellikle kurlarla ilgili beklentiler kamoyuna açıklanmıştır.

◆ Enflasyonu hedefleme politikası yasaya dayalı anlaşmalar çerçevesinde yürütölmüştür. Hükümet istediği zaman Merkez Bankası'yla yeni bir anlaşma yapabilir. Ancak, anlaşmada belirlenen hedeflerin gerçekteşmesine yönelik çalışmalar tamamen Merkez Bankası'nın sorumluluğu altında olup hükümetin müdahalesi sözkonusu değildir. Banka hedeflere ulaşmada hükümete karşı sorumludur. Bundesbank'ın aksine, Yeni Zellanda Merkez Bankası enflasyonu düşürmeye yönelik bağımsız politikalar geliştirmekten uzaktır. Burada

enflasyonu düşürmeye yönelik politikalar hükümetlerle yapılan anlaşmalar çerçevesinde uygulanır.

◆ Yeni para politikası, diğer ülkelerde olduğu gibi enflasyonun başarılı bir şekilde düşük düzeylere indirildiği dönem sonrasında uygulanabilmiştir. Yüksek enflasyonun düşürülmesi halka belirli bir maliyet yüklediği ve politik tercih içerdiği için, enflasyonu düşürmeye yönelik politikaların Merkez Bankası yerine, hükümet tarafından oluşturulması beklenmektedir.

◆ Merkez Bankası tüketici fiyatları enflasyonu yerine, çekirdek enflasyon diye adlandırılan, petrol ve diğer kontrol edilemeyen fiyatların ve tüketici faiz oranlarının dahil edilmediği enflasyon oranını hedeflemiştir. Bu yaklaşım dış şoklara açık küçük bir ekonomi için gereklidir. Tüketici fiyatlarındaki enflasyon ise bağımsız bir kurum olan İstatistik Kurumu tarafından açıklanmaktadır.

◆ Uygulanan politika önemli ölçüde katı olan özelliklerinin yanında, içte ve dışta oluşan şokların ve reel değişkenlerdeki gelişmelerin olumsuz etkilerini azaltacak esnekliği de içermektedir.

◆ Merkez Bankası'nın hesapverebilirliği politikanın başarısı açısından hayati öneme sahip olmaktadır. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın belirlenen hedefleri tutturamaması durumunda hükümetin Merkez Bankası Başkanı'nı görevden alma yetkisi bulunmaktadır.

◆ Enflasyon hedefi nokta yerine, esneklik özelliği olan bir aralıkta belirlenmesi politikanın başarısını artırmaktadır. Almanya örneğinde

olduğu gibi, belirlenen aralığın orta noktası sıfırdan büyük ve dolayısıyla uzun dönem enflasyon hedefi sıfırdan büyük olmaktadır.

◆ Belirlenen hedef aralığının dar olması ve hedef döneminin kısa tutulması politikanın başarısını olumsuz yönde etkilemektedir. Çünkü, yüksek dalgalanma özelliği olan faiz oranları ve kurlardaki beklenmeyen gelişmeler bu hedeflerin gerçekleşmesini zorlaştırmaktadır. Hedef oluşturulurken belirli esnekliklerin tanınması politikanın güvenilirliğini ve başarısını artıracaktır.

Yeni Zellanda deneyimi önemli dersler içermektedir. Öncelikle küçük ve dışa açık bir ekonomide düşük enflasyon beklentisi oluşturma ve trend enflasyonu aşağı çekme çabaları enflasyonu dar bir aralıkta tutma çabasından daha kolaydır. Ayrıca, enflasyon hedef aralığı politika araçlarındaki dalgalanmaları içerecek düzeyde esnek olmalıdır. Buna ek olarak, hükümetin Merkez Bankası'na müdahalesi ve kamuoyu yerine hükümete karşı sorumlu olması politikanın güvenilirliğini azaltmaktadır. Sonuç olarak, Yeni Zellanda da uygulanan politikadan alınacak derslerin olmasına rağmen, genel olarak yeni para politikası başarıyla uygulanmış ve bunun sonucunda düşük enflasyon düzeyinde yüksek büyüme performansı yakalanmıştır.

Ülkeler İtibariyle Enflasyonu Doğrudan Hedefleme Politikasının Özellikleri

Ülke	Hedeflenen Fiyat Endeksi	Yıllık Enflasyon Hedefi (%)	Başlangıç Yılı, Dönemi	Merkez Bankasının Konumu	Sonuç
Avustralya	Çekirdek TÜFE (İpotek faiz ödemeleri ile enerji ve meyve-sebze, hükümetin kontrol ettiği ve diğer dalgalı fiyatlar hariç)	2-3	1993, Sürekli	Merkez Bankası yasal olarak özerk bir yapıda değil	Başarılı
Finlandiya	Çekirdek TÜFE (Sübvansiyonlar, dolaylı vergiler, konut fiyatları, ipotek faizleri hariç)	2 civarında	Şubat 1993, Sürekli	Merkez Bankası parlamentonun gözetiminde çalışmaktadır	Başarılı
İngiltere	Perakende Fiyatlar Endeksi (İpotek faiz ödemeleri hariç)	Mayıs 97 1-4, Sonrası için 2,5 ±1	Ekim 1992, Hükümet dönemi	Enflasyon hedefini Hazine beliriyor, Merkez Bankası uygulamada bağımsız	Başarılı
İspanya	Çekirdek TÜFE (İpotek faiz ödemeleri, dolaylı vergilerin etkisi hariç)	3'ün altında	Ocak 1995, 3 yıl	Yasayla belirlenmiş özerk Merkez Bankası	Başarılı
İsrail	TÜFE	8-11	Aralık 1991, 1 yıl	Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası birlikte hareket ediyorlar	Kısmen Başarılı
İsveç	TÜFE	2-1	Ocak 1993, Sürekli	Merkez Bankası yönetimini Parlamento belirliyor	Başarılı
Kanada	TÜFE Çekirdek TÜFE (dolaylı vergiler, tarım, enerji fiyatları hariç TÜFE, araçsal olarak izlenmiştir)	1995-98 dönemi için 1-3	Şubat 1991, 1,5 yıl	Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası birlikte hedef belirliyor, Merkez Bankası uygulamada bağımsız	Başarılı
Y. Zelanda	Çekirdek TÜFE (Dış ticaret hadleri, dolaylı vergiler, hükümetin kontrol ettiği fiyatlarda ve faiz maliyetlerinde değişim ile doğal afetler hariç)	Kasım 1996'ya kadar, 0-2 Sonrası için 0-3	Mart 1990, 1 yıl	Yasa çerçevesinde özerk Merkez Bankası, Maliye Bakanlığı da para politikasında etkili konuma sahip	Başarılı

Kaynak: Kaynakçada belirtilen çalışmalardan yararlanılarak hazırlanmıştır.

KAYNAKÇA

- Andersson, K. ve Berg, C. (1995), "The Inflation Target in Sweden", in *Targeting Inflation* A. G. Haldane (ed), Bank of England.
- Ben-Bassat, A. (1995), "The Inflation Target in Israel: Policy and Development", in *Targeting Inflation* A. G. Haldane (ed), Bank of England.
- Bernanke, B. S. ve Mishkin, F. S. (1997) " Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, 11(2) pp: 97-116.
- Briault, C., Haldane, A. ve King, M. (1996), "Independence and Accountability", *IMES Discussion Paper* 96-E-17, March.
- Brunila A. ve Lahdenpera H. (1995) "Inflation Target: Principal Issues and Practiced Implementation", in *Targeting Inflation* A. G. Haldane (ed), Bank of England.
- Eyzaguirre, N. (1998), "Monetary Policy Transmission: The Chilean Case", *The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies*, BIS Policy Papers No.3, İsviçre.
- Green, J.H. (1996) "Inflation Targeting: Theory and Policy Implications", *IMF Staff Papers*, 43(4) pp: 779-795.
- King, R. G. ve Wolman, A. L. (1996), "Inflation Targeting in a St. Louis Model of the 21st Century", *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

- King, M. (1997), "Change in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice" *Journal of Monetary Economics*, 39, pp 81-97.
- Laidler, D. (1996), "Inflation Control and Monetary Policy Rules", *IMES Discussion Paper 96-E-13*, March.
- McCallum, B.T. (1996), "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, The United Kingdom, and in General", *IMES Discussion Paper 96-E-21*, June.
- Mishkin, F.S. ve Posen, A.S. (1997), "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", *FRBNY Economic Policy Review*, August.
- Okina, K. (1996), "The Policy Objectives and the Optimal Institutional Framework of a Central Bank", *IMES Discussion Paper 96-E-19*, March.
- Ortega, E. ve Bonilla, J. M. (1995) "Reasons for Adopting and Inflation Target", in *Targeting Inflation* A. G. Haldane (ed), Bank of England.
- Stevens, G. ve Debelle, G. (1995) "Monetary Policy Goals for Inflation in Australia", in *Targeting Inflation* A. G. Haldane (ed), Bank of England.
- Svensson, L. E. O. (1996) "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *NBR Working Paper No: 5797*.