

ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE PARA POLİTİKASI AMAÇLARI ARASINDAKİ DENGE: ENFLASYON ve ÇIKTI AÇIĞI OYNAKLIĞI ARASINDAKİ DEĞİŞ TOKUŞ İLİŞKİSİ

Aslı Güler¹

ÖZ

Günümüzde para politikasının amaçlarının ne olması gerektiği konusu üzerinde tam bir uzlaşa sağlanmış değildir. Bunun en önemli nedenlerinden bir tanesi enflasyon, çıktı açığı oynaklığı gibi makroekonomik amaçlar arasındaki ilişkinin belirsizliğidir. Bu belirsizliğe rağmen reel ekonomik istikrar belli bir ölçüde para politikasının amaçları arasında yer almak zorundadır. Bu çalışmada, enflasyon hedeflemesi sisteminde çıktı açığı istikrarına yer verilip verilemediği ve para politikası amaçları arasında dengenin nasıl sağlandığı teorik olarak incelenmiştir. Varılan sonuçlara göre, enflasyon hedeflemesi, uygulayıcılarına sağladığı sınırlı ihtiyarlık sayesinde çıktı açığı istikrarının hedeflenebildiği esnek bir para politikası sistemi sunmaktadır. Bu esnek sistem içerisinde politika uygulayıcıları fiyat ve çıktı açığı istikrarı arasında bir denge sağlayabilmektedirler.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon Hedeflemesi, Fiyat İstikrarı, Çıktı Açığı İstikrarı

THE BALANCE AMONGST the MONETARY POLICY OBJECTIVES in INFLATION TARGETING: THE TRADEOFF BETWEEN INFLATION and OUTPUT GAP VOLATILITY

ABSTRACT

Today, a full consensus on what should be the goal of monetary policy is not provided. One of the most important reasons is the ambiguity of relationship between macroeconomic goals such as inflation and output gap volatility. Despite of this ambiguity, real economic stabilization must be among the objectives of monetary policy to a certain extent. In this study, it is examined whether the stabilization of the output gap can be included in inflation targeting system and how to achieve a balance between monetary policy goals. According to results, thanks to limited discretion provided to its practitioners offers a flexible monetary policy system in which the stability of the output gap can be targeted. In this flexible system, policy makers could manage balance between price and output gap stability.

Keywords: Inflation Targeting, Price Stability, Output Gap Stability

GİRİŞ

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki yirmi yıl boyunca enflasyon ve işsizlik arasında bir değiş-tokuş ilişkisi olduğu inancı neredeyse bütün akademisyen ve politika yapımcılar tarafından paylaşılıyordu. Böyle bir ortamda ekonomi politikalarını yönetenler için asıl mesele Phillips Eğrisi üzerindeki en uygun enflasyon işsizlik bileşimini veren noktayı seçmekti. Para politikasının yönetimi bu kadar basitti. Ancak, 1960 ve 1970'lere gelindiğinde enflasyon ve işsizlik arasında var olduğu düşünülen bu değiş-tokuş ilişkisinin uzun dönemde işlemediği, Phillips eğrisinin yatay bir seyir izlediği ortaya çıktı². Bu aşamadan sonra ekonomik büyüme için enflasyonun tolere edilmesine dayanan para politikası uygulamalarının dayanak noktası olan bu teori geçerliliğini kaybetmiş oldu. Bu durum, para politikasının amaçlarının ne olması gerektiği konusunda yapılan tartışmaların da zeminini hazırladı (King, 1994: 112-113).

Bugün hala para politikasının fiyat istikrarı dışındaki amaçlarının ne olması gerektiği konusunda bir fikir birliğine varılmış değildir. Bunun en önemli nedenlerinden bir tanesi, merkez bankasının asli görevi olarak kabul edilen enflasyonun kontrolü ile diğer ekonomik amaçlar arasındaki ilişkinin karmaşıklığıdır. Örneğin, enflasyon ve büyüme arasındaki uzun dönemli ilişkinin doğası hala tam olarak çözülebilmemiş değildir. Günümüzde para politikasının öncelikli olarak ilgilenmesi gereken makroekonomik meselenin fiyat istikrarı olduğu konusunda büyük bir uzlaşma mevcuttur. Aslında para politikasının fiyat istikrarına ulaşılacağı şeklinde bir taahhütte bulunmasının sebebi oldukça basit ve açıktır. İlk olarak, yaşanan deneyimler enflasyonun makroekonomik performans açısından maliyetini ve ne gibi kötü sonuçlar ortaya koyabileceğini açık bir şekilde göstermiştir. Diğer taraftan, fiyat istikrarının para politikasının birincil amacı olarak ortaya çıkması, ekonomik büyüme gibi amaçlara nispeten daha önemli olduğu anlamına gelmemektedir. Uzun dönemde fiyat istikrarının öncelikli amaç olarak öne çıkması, para politikasının uzun vadede enflasyonu kontrol altında tutarak istihdamı ve büyümeyi canlandırmayı başarabileceğini ileri süren teori ve kanıtlardan kaynaklanmaktadır (Goodfriend, 2004: 323). Nitekim düşük ve istikrarlı bir enflasyon ortamının yatırımı teşvik ettiği ve verimlilik artışına yol açtığı ampirik olarak da kanıtlanmış bir gerçektir³.

² Esasında Phillips'in enflasyon ve işsizlik arasında bulunduğu bu ilişki politika uygulayıcılar tarafından yanlış anlaşılmış ve uygulanmıştır. Phillips' e göre para politikasının ana amacı tüketici fiyat endeksinin sürekli olarak yükselmesinin önüne geçmektir. Phillips kendi bunu kendi sözleriyle şöyle ifade etmektedir; "...eğer talep, nominal ücretlerin istikrarlı bir seyir izleyeceği bir seviyede tutulabilirse, buna mukabil işsizlik oranı $5^{1/2}$ civarında gerçekleşecektir (Phillips, 1958: 299). Durum böyleyken, Phillips eğrisinin yanlış işletilmesine Phillips'in tepkisiz kalması eleştirilmiştir. Örneğin, Leason (1994), Phillips'in bizzat bu duruma karşı uyarı (yukarıda ki alıntı cümle) yapmış olmasına rağmen işsizlik oranını sürekli olarak düşük tutabilmek için enflasyonun tolere edilmesi politikalarının Phillips eğrisine dayandırılmasına Phillips'in en azından yazılı olarak sessiz kalmasına tepki göstermiştir (King, 1994: 112-113).

³ Bkz. Fischer (1993).

Yukarıda da ifade edildiği gibi, artık enflasyonun para politikasının amacı olup olmaması gerektiği konusunda ne akademisyenler ne de politika yapımcılar arasında bir fikir ayrılığı bulunmamaktadır. Bu gelişmeler neticesinde enflasyon para politikasının uzun dönemde etkileyebildiği tek makroekonomik değişken olarak kabul görerek para politikası amaçlarının merkezine oturmuştur. Bununla birlikte, enflasyonun para politikası amaçları arasında yer alması gerektiği konusundaki bu uzlaşma diğer makroekonomik amaçlar açısından henüz sağlanabilmiş değildir. Buna göre, reel istikrar gibi meselelerin para politikasının ilgilenmesi gereken alanlar olup olmadığı konusunda tartışmalar hala devam etmektedir. Diğer yandan, para politikasının enflasyon dışında başka amaçlara yönelmesi durumunda merkez bankasının bu amaçlara ulaşmakta başarılı olup olamayacağı da açık değildir. Hepsini bir kenara bırakıldığında, merkez bankasının uyguladığı para politikası sisteminin çoklu amaçları içerip içeremeyeceği bir başka önemli tartışmalı alandır. Bu bağlamda çalışmada enflasyon hedeflemesi stratejisinde (EH), Enflasyon dışında başka bir amaca yer verilebilmekte midir? Ne ölçüde yer verilebilmektedir? Birbiri ile çatışan amaçlar arasındaki denge nasıl sağlanabilecektir? soruları araştırılacaktır.

1. ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE ÇIKTI AÇIĞI İSTİKRARI

Başlangıçta EH'yi çekici kılan esas faktör, bu stratejinin uzun dönemde ekonomik başarısının elde edilmesinde hayati önemi olan bir nihai hedefe, yani enflasyon kontrolüne odaklanmasıydı. Ancak, daha sonra enflasyonun birincil derece makroekonomik problem olmaktan çıkması ve kısa dönem istikrar amaçlarının elde edilmesinde para politikasının maliye politikasına göre daha uygun olduğu görüşünün yaygınlık kazanmaya başlaması ile birlikte EH'nin parasal istikrar dışındaki amaçlardaki başarısı üzerine odaklanıldı. Bu bağlamda, para politikasının hem fiyat istikrarını hedefleyen parasal istikrar amacına hem de çıktı ya da çıktı açığı istikrarını hedefleyen reel istikrar amacına aynı anda ne derece yönlendirilebileceği ve para politikası reel istikrar amacına yönelik uygulanırken önemli kısıtlamaların ortaya çıkıp çıkmadığı tartışılmaya başlandı (Svensson, 2003a: 1).

Svensson (2003b: 1)' e göre "iyi para politikası" geleneksel anlamında, enflasyonu ortalama olarak düşük bir seviye etrafında başarılı bir şekilde istikrara kavuşturan ve belli bir ölçüde de çıktıyı potansiyel çıktı etrafında dengeleme endişesi taşıyan politikanın adıdır⁴. Ancak, EH'ye yöneltilen eleştirilerin çoğu EH uygulayan bir merkez bankasının enflasyon dışında bir makroekonomik amaç ile ilgilenmesinin mümkün olmadığı, bu nedenle reel ekonomik istikrar amacına yönelik olarak çıktı açığının istikrarının ihmal edileceği endişesini taşımaktadır. Örneğin Friedman ve Kuttner (1996: 122), fiyat istikrarı hedefi koymanın yalnızca belli şartlar altında optimal bir yol olacağını, özellikle ücretlerin tam esnek olmadığı bir ekonomide herhangi bir arz şoku meydana geldiğinde enflasyon oranını sabit tutmanın uygun olmayacağını ileri sürmüşlerdir⁵. Hatta bazı EH

⁴ Esasında, bu tanım literatürde esnek enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmaktadır.

⁵ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Friedman ve Kuttner (1996).

destekçileri bile EH'nin benimsenmesiyle birlikte reel ekonomik performans endişesi taşımayan, tamamen enflasyon odaklı, son derece katı bir para politikası sistemine geçişin söz konusu olduğu şeklinde değerlendirmeler yapmışlardır (Kuttner ve Posen, 1999: 16). Sonuç olarak, birincil amacının fiyat istikrarı olması ve önceliğin ilan edilmiş enflasyon hedefine ulaşılmasına verilmesi EH'nin diğer amaçları gözetip gözetemeyeceği konusunda yoğun tartışmaların yaşanmasına neden olmuştur. Özellikle de son küresel mali kriz sonrasında EH'nin diğer ekonomik amaçları içerecek şekilde dizayn edililmeyeceği konusu, para politikası tartışmalarının tekrar merkezine oturmuştur (Akyazı, 2004: 48).

Tablo 1: EH Uygulayan ve Uygulamayan Ekonomilerde Makroekonomik Göstergeler

Ülke Grupları	Enflasyon				Enflasyon Beklentileri				GSYİH Büyüme Oranı			
	2000-2006		2007-2012		2000-2006		2007-2012		2000-2006		2007-2012	
	Ort	S.S.	Ort	S.S.	Ort	S.S.	Ort	S.S.	Ort	S.S.	Ort	S.S.
EH Uygulayan Gelişmiş Eko.	2.20	1.38	2.30	1.60	2.12	0.24	2.25	0.51	2.99	1.63	1.26	2.53
EH uygulamayan Gelişmiş Eko.	1.47	0.70	1.41	1.59	1.44	0.24	1.29	0.55	1.97	1.66	0.40	3.38
EH Uygulayan Gelişen Piyasa Eko.	4.14	1.19	4.50	1.76	4.29	0.73	4.19	0.54	4.51	1.80	3.65	3.85
EH Uygulamayan Gelişen Piyasa Eko.	7.29	3.01	5.25	2.72	7.33	2.69	4.65	1.20	7.13	4.50	4.13	5.53

Kaynak: Banerje, Cecchetti ve Hofmann, 2013: 114.

Not: Ortalama ve standart sapma değerleri her bir gruptaki ekonomilerin basit ortalamalarıdır. Ortalama enflasyon ve üretim büyüme hesaplamaları mevsimsellikten arındırılmış tüketici fiyatları (Hindistan için Toptan eşya fiyatları) ve reel GSYİH'daki yıllıklandırılmış çeyrek dönem değişim oranları üzerinden hesaplanmıştır. Kısa dönem enflasyon beklentileri ise Consensus Economics tarafından yapılan cari ve takip eden yıla ait yıllık enflasyon beklentileri tahminlerinin ağırlıklandırılmış hareketli ortalamaları üzerinden hesaplanmıştır. EH uygulayan gelişmiş ekonomiler: Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, Norveç, İsveç ve İngiltere. EH uygulamayan gelişmiş ekonomiler: Danimarka, Euro bölgesi, Japonya, İsviçre, ABD. EH uygulayan gelişen piyasa ekonomileri: Brezilya, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Endonezya, İsrail, Kore, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Romanya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye (Endonezya, Romanya ve Türkiye 2006 öncesi enflasyon hedefleyen ülkeler grubunda sayılmamışlardır.) EH uygulamayan gelişen piyasa ekonomileri: Arjantin, Bulgaristan, Çin, Hırvatistan, Hong Kong SAR(Special Administrative Region), Hindistan, Letonya, Litvanya, Malezya, Rusya, Singapur.

Bu açıklamalara göre, EH'nin geleneksel istikrar amaçlarını göz ardı etmediği anlaşılmaktadır. Bunun bir göstergesi olarak belli bir dereceye kadar kısa dönem istikrar amaçlarına uyarlanma yeteneği bütün EH'lerin ortak özelliğidir (Mishkin, 1999: 20-21). Enflasyon hedefleyen merkez bankaları bu uyarlanabilme yeteneği sayesinde enflasyon oranı uzun dönem enflasyon hedefine yakınsarken çıktı ve istihdamdaki kayıpları minimize edebilmektedirler. EH'de diğer politika amaçlarının yer alıp almadığı kayıp fonksiyonuna bakılarak anlaşılabilir. EH'nin yalnızca tek bir amacı (enflasyon oranı) olan bir strateji olarak yorumlanması durumunda kayıp fonksiyonu;

$$L(\pi_\tau) = \frac{1}{2}(\pi_\tau - \pi^*)^2 \quad (1)$$

şeklinde olacaktır. Yukarıdaki kayıp fonksiyonunda π_τ , τ döneminde gerçekleşen enflasyon oranı; π^* ise hedeflenen enflasyon oranıdır. Bu fonksiyona göre, merkez bankasının tek amacı gelecekte beklenen hedeften sapmaların karelerinin toplamını minimize etmektir. Görüldüğü gibi enflasyon oranı, kayıp fonksiyonundaki tek hedef değişkendir (Svensson, 1997: 1116).

Kayıp fonksiyonuna enflasyon dışında ilave başka amaçlar eklenmesi halinde durum biraz daha karmaşık bir hal alır. Genellikle, kayıp fonksiyonuna çıktı ve istihdam gibi başka amaçların eklenmesi, enflasyon tahminlerinin enflasyon hedefinden geçici olarak sapmasına yol açar. Bu durum, kayıp fonksiyonuna reel istikrar amacına yönelik ilave bir amaç eklenerek açıklanabilir: uzun dönemli bir enflasyon hedefinin (π^*) olduğu, fakat doğal çıktı düzeyi dışında uzun dönem çıktı hedefinin olmadığı bir durum düşünelim. Kısa dönemde para politikasının amacının hem enflasyonu hem de çıktıyı, sırasıyla uzun dönem enflasyon hedefi ve doğal çıktı düzeyi etrafında dengede tutmak olduğu varsayalım. Bu durumda, para politikası amaçları içinde enflasyon ve çıktı açığı arasında kısa dönemde bir simetri varken aynı simetri uzun dönemde söz konusu olmayacaktır. Bu kayıp fonksiyonu yardımı ile de açıklanabilir:

$$L(\pi_t, y_t) = \frac{1}{2} [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda y_t^2] \quad (2)$$

Burada, $\lambda > 0$ durumu para politikasında çıktı açığı istikrarına verilen nispi ağırlığı temsil etmektedir. $\lambda = 0$ olduğunda yukarıdaki ifade (8) nolu eşitliğe yani para politikasının yalnızca enflasyon oranı ile ilgilendiği duruma karşılık gelecektir (Svensson, 1997: 1131).

(9) nolu kayıp fonksiyonunda ise $\lambda > 0$ 'dır ve enflasyonun yanı sıra çıktı açığı da hedef değişkenler olarak yer almaktadır. Enflasyon ve çıktı açığı için "hedef seviyeler" ise sırasıyla π^* ve sıfırdır. Çıktı açığı için hedeflenen seviyenin sıfır olması çıktı

⁶ Merkez bankası enflasyon üzerinde tam kontrol gücüne sahip olmadığında gerçekleşen sapmaların karesini minimize etmeye çalışmak anlamlı değildir. Bunun yerine politika faizi belirlendiğinde ulaşılabilir bilgiye göre beklenen sapmaların karesini minimize etmek daha makul bir seçenektir (Svensson, 1997: 1116).

⁷ Para politikası uzun dönemde çıktı düzeyi üzerinde etkisizdir.

hedefinin potansiyel çıktıya eşit olduğu anlamını içermektedir. EH'de çıktı açığı kayıp fonksiyonunda hedef değişken olarak yer alsa da, enflasyon hedefleyen merkez bankalarının potansiyel çıktının üzerinde bir çıktı hedefi koymadıkları konusunda genel bir uzlaşma mevcuttur. Bu nedenle, EH'de kullanılan "sınırlı ihtiyarilik" enflasyon sapmasına⁸ neden olmamaktadır. EH'de enflasyon hedefinin politika tercihleri doğrultusunda seçilebilmesi, çıktı hedefinin ise seçime tabi olmaması, enflasyon hedefinin temel politika amacı olması ile tutarlı olarak, enflasyon ve çıktı açığı hedefleri arasında bir asimetri doğmasına neden olmaktadır. Bu anlamda, EH'de amaçlar arasında bir hiyerarşi (hierarchical mandate) söz konusudur. Ancak, enflasyon hedefi veri iken, merkez bankasının amacı, enflasyon sapmalarının ve çıktının potansiyel çıktıdan sapmalarının karesinin beklenen ağırlıklandırılmış toplamlarını minimize etmek olduğundan esnek enflasyon hedeflemesi, ikili amaç stratejisi (dual mandate) olduğu şeklinde de yorumlanabilir. Bu nedenle esnek enflasyon hedeflemesinde aralarında herhangi bir çatışma olmaksızın hem hiyerarşik hem de ikili amaç stratejisi söz konusu olabilmektedir (Svensson, 2003b: 2-3).

Örneğin, Federal Reserv Anlaşması (The Federal Reserve Act) enflasyon hedefini yeni ilan etmiş olan Fed'e istikrarlı fiyatların yanı sıra maksimum istihdam amacına ulaşma yükümlülüğü de yüklemektedir. Para politikasında enflasyon hedefinin yanı sıra bir istihdam (büyüme) hedefi yer aldığından Fed ikili amaç stratejisi gütmektedir. Yani yasal düzenleme Fed'i hem fiyat istikrarını hem de tam istihdamı sağlamaya yönlendirmektedir. Bu nedenle ikili amaç stratejisinin uygulandığı durumda enflasyon ve çıktı açığına eşit ağırlık verilme eğilimi söz konusu olmaktadır. Diğer taraftan, Kanada Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankası amaçlarını hiyerarşik bir şekilde hedeflemektedir. Diğer bir ifade ile fiyat istikrarı birincil amaç olarak hiyerarşinin ilk basamağında yer alırken istihdam gibi diğer amaçlar fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu olacak şekilde takip edilmektedirler (Mishkin, 2006b: 198).

Eğilim bu yönde olmasına karşın, ideal karar alma mekanizması altında ikili amaç hedeflerken çıktı açığı ve enflasyona eşit ağırlık verilmesine dayanan bir sistemin takip edilmesi mümkün değildir. Şöyle ki, "hedef" sözcüğü ile bir değişkenin merkez bankası tarafından orta vadede daima ulaşmayı amaçladığı sabit sayısal bir değer kast ediliyorsa bu durumda enflasyon hedefi istihdam hedefine göre çok daha fazla anlam ifade etmektedir. Enflasyon hedeflendiğinde merkez bankası arzu edilen herhangi bir uzun dönem ortalama enflasyon oranına neredeyse tamamen ulaşabilir. İstihdam ya da üretim söz konusu olduğunda ise para politikası yalnızca kısa dönem etkilere sahiptir ve bu değişkenlerin uzun dönem ortalama seviyeleri üzerinde çok az bir etki meydana getirebilir. Bu yüzden, bu değişkenlere yönelik sabit bir uzun dönem hedef belirlemek gereksiz olacaktır (Woodford, 2007: 10).

⁸ Bkz. Kydland ve Prescott (1977) ve Borro ve Gordon (1983).

2. ENFLASYON HEDEFLERİNDE ENFLASYON VE ÇIKTI OYNAKLIĞI ARASINDAKİ DEĞİŞ TOKUŞ İLİŞKİSİ

Mümkün olmasına rağmen, prensip olarak, fiyat istikrarı ve tam istihdam gibi iki amaca eşanlı olarak ulaşmaya çalışmak enflasyon ve çıktı oynaklığı arasında kaçınılmaz bir değiş-tokuş ilişkisini ortaya çıkarmaktadır. Bu ilişki özellikle de arz şokları meydana geldiğinde daha belirgin olmaktadır. Negatif bir arz şoku tipik olarak bir yandan enflasyonu yükseltirken diğer yandan (tüketicilerin satın alma gücünü azaltarak) toplam talebin düşmesine neden olmaktadır. Nihayetinde enflasyon iyice yükselirken, çıktıdaki daralma daha da derinleşmektedir. Bu durum para politikasındaki o ünlü ikilemin ortaya çıkmasına neden olur: para politikası üretimdeki düşüşü karşılamak için genişletilmeli mi yoksa enflasyondaki artış ile mücadele etmek için daraltılmalı mı? Böyle bir ekonomik yapı içerisinde para politikası enflasyon oynaklığını azaltmak için enflasyonu hedeflenen orana ne kadar hızlı yakınlaştırmaya çalışırsa çıktıdaki oynaklık o kadar büyük olacaktır (Meyer, 2002: 153).

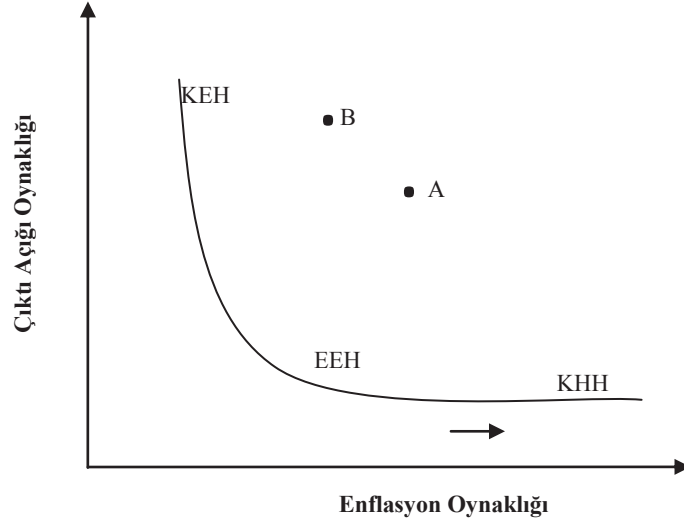
Basit para politikası modelleri genellikle politika yapıcıların yukarıda bahsedilen enflasyon oynaklığı ve reel ekonomik oynaklık arasında bir değiş-tokuş ilişkisi ile karşı karşıya kaldığını kabul etmektedir⁹. Buna göre, enflasyonu dengede tutmak, reel ekonomik faaliyetlerdeki oynaklığın artması maliyetini getirmektedir. Dolayısı ile bu modellere göre, enflasyon hedeflemesinde enflasyonun istikrarına aşırı odaklanması daha büyük bir çıktı açığı oynaklığına neden olacaktır (Walsh, 2008: 16).

Enflasyon ve çıktı oynaklığı arasındaki bu değiş tokuş ilişkisinde nerede durulacağını belirleyen temel unsur ise politika yapıcıların amaçlar arasında kurduğu dengedir. Hiyerarşik yaklaşımı benimseyen bir merkez bankasının tercihini daha büyük bir çıktı oynaklığı pahasına da olsa enflasyon oynaklığının azaltılmasından yana kullanması olasıdır. Diğer yandan ikili amaç stratejisini benimseyen bir merkez bankasının ise halkın beklentilerini karşılayacak şekilde bu değiş tokuş ilişkisinde uygun bir noktayı seçebilme esnekliği vardır (Meyer, 2002: 153).

Para teorisyenlerine göre tam istihdam hedefi doğal istihdam oranı, çıktı açığı ise potansiyel çıktıdan sapmalar şeklinde tanımlandığı sürece para politikası amaçları arasında bir tutarsızlık olmayacağından; ikili ya da hiyerarşik amaç stratejileri arasında gerçek bir farklılık ortaya çıkmayacaktır. İkili amaç stratejisi ile hiyerarşik amaç stratejisi arasındaki en temel fark, ekonomik birimlerin, politikacıların ve hatta bazı ekonomistlerin hiyerarşik amaç stratejisini enflasyonun kontrolüne çok fazla önem ve ağırlık veren, çıktıdaki dalgalamaları azaltmak için ise yeterli çabayı göstermeyen bir para politikası anlayışı olarak görmeleri noktasında ortaya çıkmaktadır (Mishkin, 2006b: 198-199).

⁹ Örneğin Friedman ve Phelps'in Uyumcul Beklentili Phillips Eğrisi analizindeki soğuk hindi ve tedrici politika yaklaşımlarının temel politika sonucu enflasyonu düşürmenin üretim ve istihdam açısından maliyetlerinin iki yaklaşımda farklı olacağıdır.

Temelde para politikasında fiyat istikrarını para politikasının öncelikli amacı olarak benimseyen hiyerarşik amaç stratejisi, para politikasının yalnızca ulaşabileceği bir amaç üzerinde yoğunlaşması ve ulaşabileceğinin ötesinde bir amaca yönelmesi için yapılan politik baskının bu yolla azaltılması amacını taşımaktadır. Bununla birlikte, para politikasının çıktıyı potansiyel seviyesinin ötesinde bir noktaya taşıyamayacağı, bu nedenle de makroekonomik performansın bu yönünden sorumlu tutulamayacağı konusunda bir anlaşma zaten mevcuttur. Buna rağmen, dikkat edilmesi gerek bir nokta ekonomik aktörlerin çıktının potansiyel çıktı etrafındaki oynaklığına önem veriyor olmaları ve bu oynaklığın para politikasınca kaçınılmaz biçimde etkilenebildiğidir (Meyer, 2002: 153).



Şekil 1: Enflasyon ve Çıktı Açığı Oynaklığı Değiş-Tokuş İlişkisi

*KEH: Kırt Enflasyon Hedeflemesi, EEH: Esnek Enflasyon Hedeflemesi, KHH: Kırt Hasıla Açığı Hedeflemesi

Kaynak: Svensson, 2003a: 8

Enflasyon oynaklığı ile çıktı açığı oynaklığı arasındaki değiş tokuş ilişkisi Şekil 1’de gösterilmektedir. Şekil 1’de yatay eksen enflasyonun belli bir hedef etrafındaki oynaklığı, dikey eksen ise çıktı açığı oynaklığı gösterilmektedir. Eksenlerin kesişme noktası sıfır enflasyon ve çıktı açığı oynaklığına, yani enflasyonun daima enflasyon hedefine eşit ve çıktı açığının da daima sıfıra eşit olduğu duruma karşılık gelmektedir. Karmaşık para politikası aktarım mekanizması, tahmin edilemeyen şoklar, eksik kontrol ve kaçınılmaz belirsizlikler yüzünden sıfır oynaklık tamamen ulaşılamaz bir sonuçtur. Bunun yerine, Taylor Eğrisi olarak adlandırılan aşağıdaki eğri, para politikası için ulaşılabilir enflasyon ve çıktı açığı oynaklıkları arasında en etkin ve gerçekleştirilebilir kombinasyonlarını göstermektedir. Eğri üzerindeki daha yukarıda ve daha sağda yer alan noktalar (A, B noktaları) etkin olmayan para politikasına karşılık gelmektedirler. Bu

noktalarda ya enflasyon oynaklığı ya çıktı açığı oynaklığı ya da her ikisi birden daha etkin bir para politikası izlenerek düşürülme imkânına sahiptir. Daha aşağıda ve solda yer alan noktalar ise ulaşılabılır sonuçları temsil etmektedir (Svensson, 2003a: 8-9).

Eğri üzerindeki KEH noktası katı enflasyon hedeflemesini temsil etmektedir. Bu noktada merkez bankası çıktı açığı oynaklığı üzerinde meydana gelebilecek etkileri göz ardı ederek yalnızca fiyat istikrarına odaklanmaktadır. Doğal olarak, merkez bankasının bu tutumu daha yüksek çıktı açığı oynaklığı maliyeti karşılığında, daha düşük enflasyon oynaklığının elde edilmesini sağlayacaktır. EEH noktası ise esnek enflasyon hedeflemesine karşılık gelmektedir. Burada merkez bankası çıktı açığının istikrarına bir miktar ağırlık koymaktadır. Bu durum enflasyon oynaklığının bir miktar artmasına, ancak diğer yandan da çıktı açığı oynaklığının azalmasına yol açacaktır. Şekildeki en sağ ve en altta bulunan KHH noktası ise katı çıktı açığı/hasıla hedeflemesine karşılık gelen bir noktadır. Bu noktada merkez bankası yalnızca çıktı açığının istikrarına yönelmiş durumdadır. Bu da tabii ki katı enflasyon hedeflemesinin tersine enflasyon oynaklığının aşırı yükselmesine neden olacaktır ki bu durumda ekonomide bir parasal çapa eksikliği de söz konusudur. Aktarım mekanizmasındaki belirsizlikler tahmin edilemeyen ekonomik bozulmalar ve eksik kontrol yeteneği gibi nedenler yüzünden enflasyon ve çıktı açığında bir miktar oynaklığın kaçınılmaz olduğu bir gerçektir. Bu bağlamda, para politikası yapımcıları, uzmanlar ve araştırmacılar, esnek enflasyon hedeflemesinin para politikası için enflasyon ve çıktı açığı oynaklığı arasındaki en iyi ödünleşim olduğu konusunda dikkate değer bir uzlaşma içerisindedirler (Svensson, 2003a: 8-9).

Buna paralel olarak, ampirik literatür de esnek enflasyon hedeflemesinde enflasyon hedefine aşırı odaklanarak çıktı açığının daha istikrarsız hale getirilmediği yargısını destekler nitelikte kanıtlar sunmaktadır. Çoğu zaman EH'ye yöneltilen eleştirilerden biri olan çıktı açığının istikrarsızlaştırıldığı iddiası ampirik bulgulara göre asılsız kalmaktadır. Örneğin, EH'nin çıktı büyümesi oynaklığı üzerinde önemli istatistiksel bir etkiye sahip olup olmadığını 22 endüstriyel ekonomi için 1985-1999 dönemi verilerini kullanarak araştıran Walsh (2008), EH'nin ortalama çıktı büyüme oranı ve oynaklığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkeler için EH'nin enflasyon istikrarının yanı sıra reel ekonomik istikrarı arttırdığına yönelik kanıtlar daha ikna edicidir. Örneğin, Gonçalves ve Salles (2008), 13'ü EH uygulayan olmak üzere 36 gelişmekte olan ülke için EH'nin reel GSYİH oynaklığı üzerindeki etkisini araştırmışlar ve EH'nin gelişmekte olan ülkeler için faydalı bir rejim olduğunu kanıtlayan sonuçlara ulaşmışlardır. Buldukları sonuçlara göre, bir enflasyon hedefi seçen ekonomiler, alternatif para politikası sistemlerini seçenlere göre çıktı oynaklıklarını daha büyük bir ölçüde azaltmayı başarabilmektedirler¹⁰. Ayrıca, EH'nin ekonomik büyümeyi aksattığı şeklinde sık dile getirilen iddianın da ampirik bulgulara göre açık bir şekilde doğrulanmadığı bu çalışmada ifade edilen bulgular arasındadır. Aynı

¹⁰ Yazarlar bu başarıyı enflasyon hedeflemesinin karakteristiği olarak sık sık ifade bulan “şoklarla mücadelede edebilme esnekliği” ne bağlamaktadırlar.

çalışmanın sonuçlarına göre, EH'nin uygulanmaya başlanması gelişmekte olan ülkelerde ekonomik performans açısından en iyi sonuçların elde edilmesine katkı sağlamaktadır.

3. ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE ÇIKTI AÇIĞININ HEDEFLENMESİNİN ORTAYA ÇIKARDIĞI ZORLUKLAR

EH'deki en önemli eksikliklerden bir tanesi, bu strateji altında para politikası amaçlarının hala yoruma açık olması ve kesin para politikası amaçlarının neler olduğunun çok şeffaf olmamasıdır. Örneğin, enflasyonun enflasyon hedefi etrafında dengede tutulması çabalarına karşılık reel ekonomik istikrara ne kadar ağırlık verileceği tam bir belirlilik taşımamaktadır. Bu durum, EH'de politika amaçlarının yanlış yorumlanması riskini taşımaktadır (Svensson, 2003b: 1-2).

Bununla birlikte, enflasyon dışındaki başka amaçlar görünürde hedeflene bile enflasyon hedeflerinin katı bir şekilde dizayn edilmesi diğer amaçların fiilen hedeflenmesini mümkün kılmayacaktır. Diğer bir ifadeyle merkez bankasının karma amaçlar setine (enflasyon, çıktı açığı vb) sahip olması EH'nin esnek bir yapıya sahip olduğu anlamına gelmemektedir. Bu bağlamda, merkez bankası kayıp fonksiyonunda enflasyon dışında başka amaçlara yer verse bile, hesap verebilirlik açısından çok katı bir şekilde dizayn edilen enflasyon hedefleri söz konusu olduğunda, para politikası önemli maliyetler eşliğinde bir enflasyon çılgınlığını örtük olarak içerecektir. Örneğin, enflasyon hedefinin orta değerinin fiyat endekslerindeki ölçüm hatalarının çok az üstünde belirlenmesi ya da bu orta hedefin etrafındaki enflasyonun kontrolünde güven aralığı olarak belirlenen bant aralığının olması gerekenden daha dar belirlenmesi durumlarında enflasyon hedeflerinin katı bir biçim aldığı söylenebilir. Bu durum, merkez bankasının beklenmedik şoklar meydana gelmesi durumunda hareket kabiliyetini azaltacaktır. Kısaca, belirlenen enflasyon hedeflerinin katı biçimli olmaları, EH'nin yalnızca enflasyona odaklı bir strateji olmasına yol açacaktır (Kuttner ve Posen, 1999: 16).

EH'nin karşı karşıya kaldığı diğer önemli bir zorluk, tek bir politika aracı (politika faiz oranı) ile düşük enflasyon ve reel ekonomik istikrar gibi iki önemli ekonomik amaca ulaşmaya çalışmak zorunda olmasıdır. Enflasyon ve çıktı seviyesini ters yönlere sürükleyen bir arz şoku meydana geldiğinde EH altında para politikası ciddi bir tercih ile karşı karşıya kalacaktır. Böyle bir durumda birinci seçenek olarak reel ekonomik istikrar amacına yönelik olarak şokun çıktı üzerindeki negatif etkileri telafi edilme yoluna gidilebilir. Ancak, abartıya kaçılırsa gelecek dönem enflasyonu için tohumlar serpilmiş olacaktır. Enflasyon bir kez başladıktan sonra onu kontrol etmek ve ekonomik resesyona ve yüksek işsizliğe yol açmadan tersine çevirmek oldukça zordur. Diğer seçenek ise, çıktıdaki istikrarsızlığın daha da büyümesi pahasına enflasyonun istikrarına odaklanılmasıdır. Başka bir sorun ise para politikasının enflasyon ve reel ekonomiyi farklı gecikmeler ile etkilemesidir. Para politikasının üretim ve istihdam üzerindeki etkisinin ortaya çıkması oldukça hızlıdır (altı ay ya da bir yıl içerisinde), ancak enflasyon üzerindeki etkisinin ortaya çıkması uzun zaman almaktadır ve daha kalıcıdır (Whitesell, 2011: 178). Ayrıca kısa dönemde, para politikasının reel değişkenler üzerindeki etkisi

oldukça belirsizdir. Bunun nedeni, aktarım mekanizmasının henüz yeterince anlaşılmamış olmasıdır (King, 1999: 28-29).

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

EH birincil amacı fiyat istikrarı olan bir para politikası sistemidir. Enflasyon konusunda oldukça başarılı sonuçlar ortaya koyan EH, ilk uygulandığı günden bu yana dünya çapında giderek yaygınlaşmaktadır. Ancak, son dönemlerde gerek enflasyonun birincil derecede bir makroekonomik problem olmaktan çıkışı gerekse baş gösteren arz şokları nedeniyle EH'nin enflasyon dışındaki makroekonomik problemlerle mücadele edebilme yeteneğinin sorgulanması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, EH'nin hem fiyat hem de çıktı açığı istikrarını aynı anda sağlayabilecek bir sistem olup olmadığı, çıktı açığı istikrarının hedeflenmesi durumunda para politikası amaçları arasında dengenin nasıl sağlanacağı, çıktı açığı istikrarının para politikası amaçları arasında yer almasının ne gibi sorunlara yol açabileceği başı çeken tartışma konuları haline gelmiştir.

Esasında geleneksel anlamda iyi para politikası fiyat istikrarını sağlarken reel ekonomik istikrarı da göz ardı etmeyen bir para politikası olarak tanımlanmaktadır. Ancak, EH'nin birincil amacı fiyat istikrarı olan bir para politikası olarak tasvir edilmesi bazı kesimlerce onun reel ekonomik istikrarı göz ardı eden, katı bir para politikası sistemi olarak yorumlanmasına yol açmıştır. Özellikle de yaşanan 2008 küresel mali krizi sonrasında EH sistemi içerisinde arz şoklarının etkilerinin nasıl telafi edileceği merak konusu haline gelmiştir.

Bu açıdan ele alındığında, EH katı ve esnek bir şekilde uygulanabilen bir para politikası sistemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak uygulamalarda EH'nin katı formunun kullanımının bazı özel durumlarla sınırlı kaldığı görülmektedir. Bu nedenle EH uygulamada reel ekonomik istikrarı ihmal eden bir strateji olmanın çok uzağındadır. Aksine EH, politika uygulayıcılarına makroekonomik kriz dönemlerinde reel ekonomik istikrarı kısa dönemde öncelikli hedef haline getirme esnekliği de sunmaktadır. Normal dönemlerde ise fiyat istikrarına öncelik verilmesi reel ekonomik istikrarı ihmal edeceği anlamını içermemektedir. Daha ziyade reel ekonomik istikrarın sürdürülmesine uzun vadeli ve sürekli bir hedef şeklinde yaklaşılmaktadır. Bu açıklamalara göre, EH uygulayan bir merkez bankası bir taraftan orta ve uzun vadeli enflasyon oranlarını yakalamaya çalışırken diğer taraftan çıktı ve istihdamdaki kayıpları da en aza indirmeyi amaçlamaktadır. Bu özelliği esnek bir biçimde uygulanan EH'yi enflasyon ve çıktı açığı açısından en iyi sonuçları veren para politikası sistemi haline getirmektedir.

KAYNAKÇA

Akyazı, H. (2004). *Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Deneyimleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*. 1. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Banerjee, R. ve diğerleri (2013). Flexible Inflation Targeting: Performance and Challenges. Lucrezia Reichlin and Richard Baldwin (Ed.), *Is Inflation Targeting Dead?*

Central Banking After the Crisis, içinde (113-119), London: Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Barro, R. J. & G., David B. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in Natural Rate Model, *The Journal of Political Economy*, 91(4), 589-610.

Fischer, S. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *NBER Working Paper Series*, 4565, 1-36.

Friedman, B. M. & Kuttner, K. N. (1996). A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 77-146.

Gonçalves, Carlos Eduardo S. & Salles, João M. (2008). Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do the Data Say?. *Journal of Development Economics*, 85(1), 312-318.

Goodfriend, M. (2004). Inflation Targeting in the United States?, Ben S. Bernanke, Michael Woodford (Ed.). *The Inflation-Targeting Debate, içinde* (311-352), USA: University of Chicago Press.

King, M. (1994). Monetary policy in the UK. *Fiscal Studies* 15(3), 109-28.

_____. (1999). Challenges for Monetary Policy: New and Old. 1-57, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1999/s99king.pdf> (12.3.2011).

Kuttner, K. N. & P., A. S. (1999). Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behavior. *CFS Working Papers*, 04, 1-49.

Kydland, F. E. & Prescott E. C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*, 85(3), 473-492.

Mayer, L. H. (2002). Inflation Targets and Inflation Targeting. *The North American Journal of Economics and Finance*, 13(2), 147-162.

Mishkin, F. S. (1999). International Experiences With Different Monetary Policy Regimes. *NBER Working Paper Series*, 696

_____. (2006a). Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?. No. *NBER Working Paper Series*, 12515, 1-45

_____. (2006b). The Inflation-Targeting Debate. 195-220. <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/08/mishkin1.pdf> (02.02.10).

Phillips, A. W. (1958). The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, 25(100), 283-299.

Svensson, L. E. O. (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, 41, 1111-1146.

_____.(2003a). Monetary Policy and Real Stabilization. *NBER Working Paper Series*, 9486, 1-41.

_____.(2003b). The Inflation Forecast and the Loss Function, Paul Mizen (Ed.), *Central Banking, Monetary Theory and Practice: Essays in Honour of Charles Goodhart*. Version1.2 içinde (1-18).

Woodford, M. (1997). The Case for Inflation Targeting as a Monetary Policy Strategy. *The Journal of Economic Perspectives*, 21(4), 3-24.

Walsh, C. E. (2008). Inflation Targeting: What have We Learned?. *Prepared for International Experience with the Conduct of Monetary Policy under Inflation Targeting*, Bank of Canada, July 22-23.

Whitesell, W. C. (2011). *Climate Policy Foundations Science and Economics with Lessons from Monetary Regulation*. 1. Ed., NewYork: Cambridge University Press.