

Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Para Politikası Güvenilirliğini Arttırır mı?

Özet

Enflasyon hedeflemesi rejimi, sayısal bir enflasyon hedefinin açıklanmasını, Merkez Bankası'nın açıklamış olduğu bu hedefe sadık kalma sözü ile, iletişim ve şeffaflık stratejisine dayalı bir para politikasıdır. Enflasyon hedefi para politikasının nihai amacıdır. Aynı zamanda bu rejim güvenilirlik (kredibilite) sorununu çözebilecek bir politika olarak sayılmaktadır. Bu alanda yapılmış olan çalışmalar teorik ve ampirik olarak kredibilite sorunu riskine karşı alınabilecek önlemleri incelemiştir. Literatürde yer alan bu önlemlerin çoğunu, enflasyon hedeflemesi rejimi, zaten içinde barındırmaktadır. Politika özellikleri gereği zaman tutarsızlığı problemini de ortadan kaldırarak, enflasyon hedeflemesi rejimi, güvenilirlik derecesini arttırmaktadır.

Anahtar Kelimeler: *para politikası, enflasyon hedeflemesi, güvenilirlik (kredibilite), işbirliksiz oyun.*

Does Inflation Targeting Increase the Credibility of Monetary Policy?

Abstract

Inflation targeting is a monetary policy based on the announcement of a target inflation rate and an engagement of respect to the announced target by the Central Bank and on a strategy of communication and transparency. Then the target inflation is the final goal of the monetary policy. It's also a policy that allows solving the credibility problem. The present paper identifies the means by which inflation targeting improves the credibility. The previous theoretical and empirical researches on this subject are about how to avoid this credibility issue. The inflation targeting regime already includes most of these measures. Due to the nature of policy, it disables the problem of time inconsistency whilst inflation targeting regime increases the credibility.

Keywords: *Monetary policy, inflation targeting, credibility, non-cooperative games.*

¹ Araş. Gör. Dr., Galatasaray Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, ygurbuz@gsu.edu.tr
GİAM (Galatasaray Üniversitesi İktisadi Araştırmalar Merkezi) Üyesi

1. Giriş

Güvenilirlik (kredibilite) ekonomi politikalarının, özellikle de dezenflasyon politikalarının başarı ve etkinliği için önemli bir faktör, hatta gerekli bir koşuldur. Güvenilirlik sorunu, spesifik bir amaca sahip olan politika yapıcının uygulama öncesi ve sonrası kısıtlarının aynı olmadığı bir ortamda ortaya çıkar.

Literatürde güvenilirlik sorununun dezenflasyon politikaları üzerine etkilerini ve bu politikalardaki rolünü inceleyen birçok teorik ve ampirik çalışma bulunmaktadır. Teorik çalışmaların çoğunluğunun en büyük özelliği, analizlerinde oyun teorisini kullanmalarıdır. Hepsisi aynı sonuca varmaktadır: Bir dezenflasyon politikası ne kadar güvenilir ise o kadar etkindir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejiminin işleyebilmesi ve başarılı olabilmesi için de gerekli bir koşuldur. Bu noktada özellikle belirtmelidir ki, enflasyon hedeflemesi rejimi literatürde Merkez Bankası (MB) kredibilitesini arttıran bir para politikası olarak yer almaktadır. Çalışmada enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonist eğilimi nasıl engellediği ve sahip olduğu özelliklerin hemen hepsinin literatürde adı geçen güvenilirlik riskini zayıflatan önlemler olduğu gösterilecektir.

Bu sebeple, öncelikle güvenilirlik üzerine literatür gözden geçirilecek; güvenilirlik kavramı teorik bir model çerçevesinde ele alınarak, öncelikle güvenilirlik probleminin ortaya çıktığı durumlar belirlenecek, sonrasında teorik ev ampirik çalışmalar ışığında enflasyon hedeflemesi rejimi bu soruna bir çözüm teşkil etmekte midir, sorusuna cevap aranacaktır.

2. Güvenilirlik Sorununun Ortaya Çıkışı

Güvenilirlik kavramı ve sorunları üzerine var olan literatür 1980'li yıllarda gelişmiştir. Bu literatür¹ özellikle aşağıdaki 2 soruyu yanıtlamaya çalışmıştır:

- Neden bir güvenilirlik sorunu vardır? Başka bir deyişle, uygulama öncesi ve sonrasında optimal politika neden farklı olabilmektedir?

- Güvenilirlik sorunundan kaynaklanan refah kaybı önenebilir mi?

İktisadi politikaların güvenilirliğini teorikleştirmeye çalışan çok sayıda çalışma mevcuttur. Bu çalışmada çıkış noktamızı *Kyland&Prescott(1977)*'un zaman tutarsızlığı sorununu ilk defa ortaya koydukları makaleleri ve bu sorunu, önerdikleri üç farklı politika ile geliştiren *Barro&Gordon(1983)*'un makaleleri teşkil edecektir. Çalışmanın bu kısmı, Svensson tarafından 1995 yılında önerilmiş olan enflasyon hedeflemesi rejiminin zaman tutarsızlığı sorununa çözüm olabilmis midir, sorusu ile tamamlanacaktır.

2.1. “Zaman tutarsızlığı” kavramı

Zaman tutarsızlığı kavramı ilk olarak 1977 yılında *Kyland&Prescott*² tarafından, politika yapıcıların dönem başında ilan ettikleri politikadan sapma eğilimlerini ortaya koymak üzere formüle edilmiştir. Çalışmalarında *Kyland&Prescott* politika kararlarının çoğunun zaman tutarsızlığı sorunu ile karşılaştığı sonucuna varmışlardır. *Barro&Gordon* ise bu zaman tutarsızlığı problemini Lucas'ın rasyonel beklentiler modeli ve Phillips eğrisinden hareketle iki farklı makalede para politikasına uygulamışlardır.³ Bu çalışmalar sonucunda iki sonuç öne çıkmıştır:

1. Ekonomik birimlerin kararları sadece geçmiş ve hali hazırda var olan iktisadi politika önlemlerine değil, aynı zamanda gelecekteki politika beklentilerine de bağlıdır.

2. Makroiktisadi politika devlet ve ekonominin özel kesimi arasındaki stratejik ilişkilerin bir çıktısıdır: Politika yapıcıların optimal karar kuralları sadece kendi kararlarından değil, aynı zamanda ekonomideki diğer birimlerin de kararlarına

2 KYLAND, F., E.&PRESCOTT, E., C, 1977, “Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans”, *Journal of Political Economy*, No. 85, p. 473-491.

3 Barro&Gordon, 1983a, “A positive theory of monetary policy in a natural rate model”, *Journal of political Economy*, Vol : 91.

Barro&Gordon, 1983b, “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, No: 12.

bağlıdır. Para politikası uygulanmaya başladığında, ekonomideki diğer birimler de bekleme beklentilerini oluşturmaya başlarlar ve eğer, ilan edilen politika uygulanan politikadan farklılık gösterirse politika yapıcı güvenilirlik sorunu ile karşılaşır: Politika kararları, rasyonel bireyler tarafından oynanan bir oyunun çözümleri olarak düşünülmektedir.

Bu yaklaşım çerçevesinde *Barro&Gordon* ekonomide 2 oyuncu tanımlamışlardır: Politika yapıcı, ki bu Merkez Bankası yada Hükümet olabilir, ve enflasyon beklentileri oluşturan diğer ekonomik birimler.

Çalışmada, teorik modelin temelini politika uygulama dönemi başında, sahip oldukları bilgi ışığında davranışlarını belirleyecek olan ekonomik birimlere, politika yapıcı tarafından ilan edilecek politika kararı, bu karara karşı tepki olarak verilecek ekonomik birimlerin beklenti fonksiyonu ve bir politika kuralı oluşturacaktır.

2.2. Modelin Tanımlanması

Barro&Gordon'un tanımladığı şekilde iki oyunculu, kapalı bir ekonomi çerçevesinde öncelikle, denklem (1)'de verilmiş olan fayda fonksiyonu politika yapıcının tercihlerini tanımlayacak ve enflasyonun avantaj ve maliyetlerini verecektir; politika yapıcı bu fayda fonksiyonunun maksimize edecektir:

$$U_t = f(\Pi_t - \Pi^*) + g(x_t - x^*) \quad (1)$$

Denklem (1)'in ilk kısmı politika yapıcının enflasyon amacını verirken, ikinci kısım üretim yada istihdam hedefini kapsamaktadır.

Ekonominin yapısını anlamak için, ekonominin arz ve talep taraflarına bakacak olursak;

Arz tarafında, Lucas'ın arz fonksiyonu temel alınacaktır. Bu fonksiyon $Y_t = L_t^\beta$ şeklinde yazılan bir üretim fonksiyonundan elde edilmektedir. Fonksiyonda L, emeği, β ise üretimin emek elastikeyetini göstermektedir ve β , 0 ile 1 arasında yer almaktadır. Bu fonksiyonun logaritmasını alırsak, denklem (2) elde edilir:

$$y_t = \beta l_t \quad (2)$$

Özel şirketlerin optimal emek talebi, kârın maksimize edilmesiyle hesaplanmaktadır:

$$\frac{\partial Y_t}{\partial L_t} = \frac{w_t}{p_t} = \beta L_t^{-(1-\beta)} \Leftrightarrow l_t = -\frac{1}{1-\beta}(w_t - p_t) + \beta_0 \quad (3)$$

Bu arada, ekonominin özel kesimi ise, nominal ücretleri aşağıdaki kayıp fonksiyonunu minimize etmek suretiyle belirlemektedir. Denklem (4)'e göre, istihdam seviyesinin olabildiğince tam istihdam seviyesine yaklaşması beklenmektedir.

$$w_t = E_{t-1} p_t - (1-\beta)\tilde{l} \quad (4)$$

E, beklenen değeri ifade etmektedir.

Bu optimizasyon programının 1. derece koşullarına göre, denklem (5) elde edilmektedir:

$$l_t = \tilde{l}_t + \frac{1}{1-\beta}(p_t - E_{t-1} p_t) \quad (5)$$

Denklem (5) özel kesimin emek talebini vermektedir. Bu fonksiyon aynı zamanda fiyat hatalarının, diğer bir deyişle gerçekleşen ve beklenen fiyat arasındaki farkın bir fonksiyonudur.

Son olarak, denklem (5), denklem (2)'nin içine yerleştirildiğinde ekonominin toplam arz fonksiyonu elde edilmiş olmaktadır:

$$y_t = \tilde{y} + \alpha(p_t - E_{t-1} p_t) \quad (6)$$

Denklem (6)'da üretimin doğal seviyesi $\tilde{y} = \beta \tilde{l}_t$ olarak verilmektedir hesaplanmaktadır; α ise arzın, beklenmeyen fiyat değişimlerine hassasiyetini simgelemektedir. Fiyatların beklenen değeri, fiyat beklentisi olarak düşünülür ise, $E_{t-1} p_t = p_t^a \Rightarrow y_t = \tilde{y} + (p_t - p_t^a)$ ifadesi ile, denklem (6) tekrar yazılacak olursa, ekonominin arzı denklem (7) şeklinde olacaktır:

$$y_t = \tilde{y} + (\pi_t - \pi_t^a) \quad (7)$$

İşsizlik oranı (u_t) emek arzı ile talebi arasındaki fark olduğundan, doğal işsizlik oranı ($\tilde{u}_t$) emek arzına, aynı zamanda doğal istihdam oranına eşittir, demek mümkündür. Böylece, işsizlik oranını aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür:

$$u_t = \tilde{u}_t - \frac{1}{1-\beta} (p_t - p_t^a)$$

Bu ifade, fiyat değişimi cinsinden yazılırsa,

$$u_t = \tilde{u}_t - \frac{1}{1-\beta} (\pi_t - \pi_t^a) \quad (8)$$

işsizlik oranını veren denklem (8) elde edilir. Denklem (8)'e göre, işsizlik oranını iki değişken belirlemektedir: doğal işsizlik oranı ve beklenmeyen enflasyon.

Denklem (7) ve denklem (8) ekonominin arzını tanımlayan, birbirine denk denklemlerdir. Her iki denkleme göre, üretim artışı istendiğinde, gerçekleşen enflasyon oranı ile beklenen enflasyon oranı arasındaki farkın pozitif olması gerekmektedir; bu durumda, işsizlik oranı azalacaktır. İşsizlik oranını indirmek isteyen politika yapıcı, beklenen enflasyondan daha yüksek bir enflasyon yaratmak durumundadır. Bu da ancak ilan edilmiş politikadan farklı bir politika uygulayarak, ancak ekonomik birimleri şaşırtarak mümkün olacaktır. Çünkü ekonomik birimler enflasyon oranını doğru şekilde tahmin eder, kararlarını bu tahminlerine göre alırlarsa, para politikasını etkisizleştirmiş olacaktır⁴.

Ayrıca belirtmelidir ki, denklem (7) ve (8), enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasında ilişki kuran Phillips Eğrisini vermektedir. Bu denklemler “beklenmeyen enflasyonun, üretimin doğal seviyesi çevresindeki dağılımı üzerindeki geçici etkileri” içermektedir.⁵

Ekonominin talep tarafında ise, toplam talep IS-LM eğrileri tarafından verilmektedir. Miktar teorisine göre, her para talebi kendi mal ve hizmet talebini yansıtacağından, para arzı arzı doğrudan fiyat seviyesi ile orantılı olacaktır. Dolayısıyla, eğer fiyatlar artarsa, ekonomik birimler, birikimlerini yeniden oluşturabilmek için daha az tüketim yapacak, daha çok tasarruf yapmaya çalışacaklardır. Tüketimin azalması karşısında, üretim de azalacaktır ve dolayısıyla, işsizlik artacaktır.

İşsizliği önlemek için, politika yapıcı enflasyon

oranını kontrol etmek ve fiyat istikrarını sağlamalıdır. Diğer bir taraftan, eğer politika yapıcı birim Hükümet ise, seçmenleri memnun etmek adına her zaman düşük işsizlik oranı hedefi gerçekleştirmelidir. Sonuç olarak, politika yapıcı aşağıdaki sosyal refah kaybı fonksiyonunu minimize etmek durumundadır:

$$\min_{\pi_t} L_M = \frac{1}{2} [\Delta P_t - \Delta P_t^*]^2 + \varepsilon (u_t - u^*), \quad \varepsilon > 0, \quad \varepsilon, \text{ işsizlik istikrarına verilen ağırlığı simgelemektedir.}$$

$\Delta P_t = \pi_t$ ve $\Delta P_t^* = \pi_t^a$ eşitliklerini kullanarak sosyal refah kaybı fonksiyonunu denklem (9) şeklinde yazmak mümkündür:

$$\min_{\pi_t} L_M = \frac{1}{2} [\pi_t - \pi_t^*]^2 + \varepsilon [u_t - u_t^*] \quad (9)$$

Ekonomideki diğer birimler ise denklem (10)da verilmiş olan işsizlik oranı ile doğal işsizlik oranı arasındaki farkı minimize etmeye çalışmaktadırlar.

$$\min_{\pi^a} L_p = \frac{1}{2} [(u_t - \tilde{u}_t)^2] \quad (10)$$

Yukarıdaki denklemlerden hareketle, politika yapıcı bir sonraki dönem için bir enflasyon hedefi belirleyecektir. Ekonomik birimler bu işareti görece ve politika yapıcıların en iyi davranışları hakkında öngörude bulanarak kendi enflasyon beklentilerini oluşturacaklardır. Son etapta, politika yapıcı enflasyon oranını uygulamaya koymadan önce tekrar bir karar almak durumunda kalacaktır.

Çalışmada Barro&Gordon'un analiz çerçevesinde kalarak, eş zamanlı bir oyun söz konusu olacaktır. Ancak önemli olan politika yapıcının nihai kararı olacaktır; zira, eğer enflasyon beklentileri ile uyuşan bir enflasyon oranı uygularsa işsizlik oranı doğal işsizlik oranına eşitlenecek, diğer taraftan, daha düşük bir işsizlik oranı elde edebilmek için beklenmeyen bir enflasyon yaratacaktır. Her oyunun sonunda birer tane gerçekleşen ve beklenen enflasyon oranları elde edilecek ve uygulanan politikanın sonucunu görmek için bu oranları karşılaştırmak yeterli olacaktır.

Eğer ekonomik birimler politika yapıcının ilan ettiği enflasyon hedefine inanmazlarsa, politika yapıcı güvenilirlik sorunu ile karşı karşıya kalacaktır. Böyle bir durumda gerçekleşen ve beklenen enf-

4 Faugère, 1991.

5 Christensen, 1987a, p. 1355.

lasyon oranları birbirlerine eşit olmayacak, uygulan politik istenilen sonuçları vermeyecektir.

3. Güvenilirlik sorununa karşı önerilen politikalar

Bu bölümde, bir önceki bölümde elde ettiğimiz modelden hareketle Kyland&Prescott(1977) ve Barro&Gordon(1983)'un güvenilirlik sorununa karşı önerdikleri politikalar incelenecektir.

3.1. İhtiyari Politika (Discretion)

Kyland&Prescott (1977) makalelerinde rasyonel bir politika yapıcının refah seviyesini maksimize etmeye çalıştığını varsaymakta ve eğer bu yapıcının uyguladığı politikayı değiştirme şansı var ise, büyük ihtimalle politikasını değiştireceğini göstermektedirler. Bu tür bir politika «ihtiyari» bir politika olarak nitelendirilmektedir, çünkü politika yapıcı içinde bulunduğu durumda, kararını gözden geçirerek, kendisi için en iyi kararı almaya çalışmaktadır.

Bu para politikası çerçevesinde ilk oyuncu politika yapıcıdır. Dönem başında önce hedefleri açıklayacak, sonra da enflasyon oranını indirebilmek için denklem (9) da verilen sosyal refah kaybı fonksiyonunu denklem (8) kısıtında minimize edecektir.

Eğer ki politika yapıcının hedefleri enflasyon ve işsizlik olmaması ise, $\pi_t^* = 0$ ve $u_t^* = 0$ olacaktır.

Birinci derece koşulu politika yapıcının reaksiyon fonksiyonunu verecektir:

$$\frac{\partial L_M}{\partial \pi_t} = 0 \Rightarrow \pi_t - \frac{\varepsilon}{1-\beta} = 0 \Rightarrow \pi_t^D = \frac{\varepsilon}{1-\beta} \quad (11)$$

Rasyonel beklentilere sahip ekonomik birimler para politikasının denklem (11)'de verilen reaksiyon fonksiyonunu hesaplayabilir ve enflasyon oranını doğru şekilde hesaplayabilirler.

Şüphe ve bilgi eksikliği olmadığı için, politika yapıcıya güvenerek enflasyon beklentilerini enflasyon oranına eşit olacak biçimde belirleyeceklerdir.

$$\pi^a = \pi_t \quad (12)$$

Ekonomik birimler hata yapmadıkları için, işsizlik oranı ve üretim seviyesi doğal seviyelerinde kalacaktır:

$$u_t = \tilde{u}_t \quad (13)$$

Denklem (11)'i denklem (9)'un içine yazarak ekonominin kaybı bulunacaktır:

$$L_M = \frac{1}{2} \left[\frac{\varepsilon}{1-\beta} \right]^2 + \varepsilon \tilde{u}_t \quad (14)$$

Ekonomik birimlerin kaybı ise, denklem (13)'ü denklem (10)'ün içine yazarak bulunur:

$$L_p = 0 \quad (15)$$

Denklem (14) ve (15)'in sonuçlarına göre, bu politika sonucunda politika yapıcının kaybı pozitif olurken ekonomik birimlerin kaybı olmamaktadır. Enflasyon oranı sıfırdan farklı olduğu için politika yapıcı işsizlik oranını azaltamamakta, üretim seviyesi istenilen seviyeden daha az gerçekleşmektedir. Dolayısıyla bu politika zaman açısından tutarlı olmakla birlikte, öngörülen hedefleri gerçekleştirmediğinden optimal bir politika değildir. Sosyal refah iyileşmemekte; işbiriksiz bir oyun çerçevesinde Nash dengesi oluşmaktadır.

3.2. Kural Politikası

Kural yada standartlara dayandırılarak oluşturulmuş politikalar Kyland&Prescott(1977) tarafından zaman tutarsızlığı problemine karşı önerilmiş bir politikadır ve bir önceki politikaya göre daha üstündür⁶. Bu politika çerçevesinde “politika yapıcılar gelişen olaylardan bağımsız olarak kararlarını almaktadır”⁷.

Yine politika yapıcı ilk sırada oynar; bir önceki dönem sonunda yeni hedefini sıfır enflasyon olarak ilan eder ve yeni dönemde bu sözüne uyar:

$$\pi_t^R = 0 \quad (16)$$

Bu hedef ilanı bir kural olarak algılanır ve bu hedefin dönem sonunda gerçekleşecek politika sonu-

6 Faugère, 1991, p. 232.

7 Hairault, 2000, p.419.

cu ile uyum göstermesi gerekmektedir, çünkü politika yapıcı bu kurala uyacağının sözünü vermiştir. Ekonomik birimler politika yapıcının sözüne inanırlar ve bekleyişlerini ilan edilmiş hedefe göre oluşturlar.

$$\pi_t^a = 0 \quad (17)$$

Sonuçta politika yapıcı denklem (16)'da verilen kuralı uygulayacaktır: $\pi_t^R = 0$

Denklem (16) ve (17) beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarının birbirine eşit olduğunu söylemektedir. Bu durumda, işsizlik oranı da doğal işsizlik oranına eşit olacaktır:

$$u_t = \tilde{u}_t \quad (18)$$

Bu durumda politika yapıcının kaybı denklem (19)'da verilmektedir:

$$L_M = \varepsilon \tilde{u}_t \quad (19)$$

Ekonomik iktisadi birimlerin ise denklem (20)'de görüleceği üzere kaybı yoktur.

$$L_p = 0 \quad (20)$$

Bu politikanın zaman açısından tutarsız olduğu söylenebilir, zira son etapta politika yapıcı kaybını minimize etmeye çalışabilirdi ancak ilan ettiği hedefe uymayı tercih etmiştir. Optimal bir politikadır ve Pareto dengesinden bahsedilebilmektedir.

3.3. Hile

Bu politika çerçevesinde politika yapıcısının uyum zorunda olduğu bir tahhahhüt mekanizması olmadığı varsayılmaktadır. Ancak ekonomik iktisadi birimler, politika yapıcının iale ettiği hedeflere uyacağına inanmaktadırlar. Fakat bu durumun farkında olan politika yapıcı pozitif bir enflasyon oranı ile ekonomik birimleri şaşırtmaktan fayda sağlayacaktır çünkü pozitif bir enflasyon oranı uyguladığında işsizlik oranı düşecek, üretim artacaktır.

Politika yapıcı kararını dönem başında açıklayacaktır:

$$\pi_t = 0 \quad (21)$$

Hedefin ilanından sonra ekonomik birimler politika yapıcının yaptığı açıklamaya inanacak (denklem (21)), beklenen enflasyon da sıfır olacaktır.

$$\pi_t^a = 0 \quad (22)$$

Son etapta, politika yapıcı ekonomik birimlerin reaksiyonlarından sonra denklem (9)'daki kayıp fonksiyonunu denklem (22)'de verilen yeni bilgiyi de kullanarak minimizasyonunu yapacaktır.

$$\min_{\pi_t^a} L_M = \frac{1}{2} [\pi_t]^2 + \varepsilon \left[\tilde{u}_t - \frac{1}{1-\beta} \pi_t \right]$$

Birinci mertebe koşulu politika yapıcının reaksiyon fonksiyonunu vermektedir:

$$\frac{\partial L_M}{\partial \pi_t} = 0 \Rightarrow \pi_t - \frac{\varepsilon}{1-\beta} = 0 \Rightarrow \pi_t^T = \frac{\varepsilon}{1-\beta} \quad (23)$$

İşsizlik oranı,

$$u_t = \tilde{u}_t - \frac{1}{1-\beta} \left(\frac{\varepsilon}{1-\beta} \right) = \tilde{u}_t - \frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2} \quad (24)$$

Politika yapıcının kaybı,

$$L_M = -\frac{1}{2} \left(\frac{\varepsilon}{1-\beta} \right)^2 + \varepsilon \tilde{u}_t \quad (25)$$

Ekonomik birimlerin kaybı,

$$L_p = \frac{1}{2} \left(-\frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2} \right)^2 \succ 0 \quad (26)$$

Ancak belirtilmelidir ki politika yapıcı sadece bir kere hile yapabilir. Çünkü daha sonraki dönemlerde iktisadi birimler bekleyişlerini gözden geçirecek ve bir daha politika yapıcıya güvenmeyeceklerdir.

3.4. Üç politikanın karşılaştırılması

Önerilen üç politikanın sonuçlarını karşılaştırmak, hangi politikanın zaman tutarsızlığı yada güvenilirlik problemine karşı daha iyi bir çözüm olduğunu görmeyi kolaylaştıracaktır:

Tablo 1 :İncelen 3 politikanın sonuçları

	π_t	π_t^a	u_t	L_M	L_p
İhtiyari Politika	$\frac{\varepsilon}{1-\beta}$	$\frac{\varepsilon}{1-\beta}$	$\tilde{u}_t$	$\varepsilon \tilde{u}_t + \frac{1}{2} \left[\frac{\varepsilon}{1-\beta} \right]^2$	0
Kural Politikası	0	0	$\tilde{u}_t$	$\varepsilon \tilde{u}_t$	0
Hile	$\frac{\varepsilon}{1-\beta}$	0	$\tilde{u}_t - \frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2}$	$\varepsilon \tilde{u}_t - \frac{1}{2} \left(\frac{\varepsilon}{1-\beta} \right)^2$	$\frac{1}{2} \left[-\frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2} \right]^2$

Politikaların sonuçları Tablo 1’de verilmektedir. Bu sonuçlara göre,

$$u_t^D \succ u_t^R \succ u_t^T \quad L_t^D \succ L_t^R \succ L_t^T$$

$$\pi_t^D = \pi_t^T > \pi_t^R \quad L_p^T \succ L_p^R = L_p^D = 0$$

(D, R ve T üst simgeleri sırasıyla ihtiyari politika, kural politikası ve hileyi ifade etmektedir.)

Zaman tutarsızlığı olmayan ilk politikada, politika yapıcı sürpriz bir enflasyon yaratarak refah seviyesini iyileştirmeyi başarmaktadır. Tutarlı karar almak, eğer ekonominin performansı halen mevcut olan ve geçmiş kararlara bağlı ise optimaldir. Ancak iktisadi birimler politika yapıcının eğilimini doğru tahmin ederlerse oluşturdukları beklentilerle para politikasının etkilerini etkisizleştirmektedirler: Bu durumda işsizlik doğal seviyesinde kalırken daha yüksek bir enflasyon oranı oluşmaktadır. Sonuç itibarı ile Kyland&Prescott’un da gösterdiği gibi kural politikası ekonominin temel değişkenleri için en iyi sonuçları vermekte; zaman tutarsızlığı sorunu yaşanmamakta ve güvenilir bir politikadan bahsedilmektedir. Dolayısıyla kural politikasının diğer iki politikaya üstünlüğü söz konusudur.

3.5. Enflasyon Hedeflemesi

Svensson, makalesinde⁸ enflasyon hedeflemesi rejimi ve özelliklerini taahhüt ve ihtiyari politikalarla ilişkilendirerek incelemektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin farklı ülkeler tarafından uygulanmasıyla, Svensson(1997) bu rejimi enflasyon eğilimine karşı bir çözüm olarak önermekte-

dir. Çözümün temelinde optimal bir enflasyon oranı elde etmeyi sağlayacak bir enflasyon hedefi seçimi yatmaktadır. Bunun için, politika yapıcı bir bankayı, genelde de Merkez Bankası’nı görevlendirmektedir.

Svensson söz konusu rejimi “principal-agent” sorununu çerçevesinde ele almaktadır. “Principal” Hükümet, para politikası yetkisini “agent”’a yani MB’na verir.

1. Hükümet, Merkez Bankası için bir kayıp fonksiyonu tanımlar.

2. Merkez Bankası bağımsızdır.

3. Merkez Bankası bu kayıp fonksiyonunun minimizasyonundan sorumludur.

Svensson’un modelinde, incelenen modellerden farklı olarak 3 birim vardır: Ekonomik birimler, politika yapıcı ve Merkez Bankası.

Merkez Bankası’nın enflasyon oranı üzerinde tam kontrolü olduğu var sayılmaktadır. Her dönemde enflasyon oranına karar vermektedir ve açık bir enflasyon hedefi ilan etmektedir. Minimize ettiği kayıp fonksiyonu denklem (23)’te verilmektedir:

$$\min_{\pi_t} \frac{1}{2} (\pi_t - \pi_t^*)^2 + \varepsilon u_t \quad (23)$$

$$\text{kısıt: } u_t = \tilde{u} - \frac{1}{1-\beta} [\pi_t - \pi_t^a + v_t]$$

$$\pi_t^* \succ 0$$

Svensson(1997) 2 durum incelemektedir: ilk durumda Merkez Bankası Hükümet tarafından direkt olarak kontrol edilmektedir. Bu durumda Hükümetin bir taahhüdü söz konusudur çünkü Hükümet her dönem enflasyon oranına karar verebil-

8 Svensson, 1997, « Optimal inflation taret, « conservative » central banks, and linear inflation contracts », *The American Economic Review*, Vol : 87, No. 1.

mektedir. İkinci durumda ise, hükümet yine Merkez Bankası'nı direkt olarak kontrol etmekte ancak herhangi bir kuralın taahhüdüne girmemektedir. Bu durum ihtiyari politika çerçevesine girmektedir. Eğer istihdam hedefi doğal istihdam seviyesinden daha fazla ise, gerçekleşen enflasyon, enflasyon hedefinden daha büyük çıkmıştır, enflasyonist bir eğilim söz konusudur ve enflasyonist eğilimin varlığı durumunda açıklanmış olan enflasyon hedefi güvenilir olmayacaktır çünkü enflasyonist beklentiler enflasyon hedefinden daha yüksek olacaktır.

4. Güvenilirlik Derecesini Arttıran Faktörler

Bir iktisadi politikanın, özellikle de bir dezenflasyon programının güvenilirlik derecesini arttırmak, söz konusu politikanın başarı şansını arttırmaktır. Literatürde güvenilirliği arttırmak üzere önerilen araçları 3 ana yaklaşımda toplamak mümkündür: «İtibar modelleri», kurumsal reformlar ve politikaların birbirleri ile tutarlılıkları.

4.1. İtibar Modelleri (Reputation)

İtibar modelleri, ekonomik birimlerin politika yapıcıların davranışlarını nasıl daha iyi anlarlar?, sorusuna cevap arayan modellerdir. İşaret iletimi, ilanlar ve hedef alanlar, bu politikaların en önemlileridir.

4.1.1. İşaret Gönderimi

Güvenilirlik probleminin en büyük nedenlerinden bir tanesi ekonomik birimlerin iktisadi reformların yerine getirilmesinde hükümetlerin ne kadar ciddi oldukları hakkında şüphelerinin olmasıdır. Eğer ki hükümetlerin bu reformların gerçekleştirilmesi konusunda ciddi olmadıkları düşünülürse, er ya da geç bir politika değişikliğinin olacağına inanılacaktır.

Böyle bir durumda güvenilirlik, ileride hükümetin değiştiremeyeceği, geri dönülmez reformlarla kuvvetlendirilmekte ve piyasalara gönderilen işaretlerle de pekiştirilmektedir. *Blanchard (1985)*, *Rodrik (1989)*, *Drazen&Masson (1994)*, *Cukierman&Liviatan (1991)*, *Buffie (1994)*, *De Gregorio (1995)* ve *Persson&Van Wijnbergen (1987)* bu tip modellerle ilgilenmişlerdir. Gönderilen işaretler bazen reformların hayata geçirilme

hızı iken bazen de ücretlerin kontrolü yada hükümetlerin kendi karakteristikleri hakkında gönderdiği işaretler olmaktadır.

4.1.2. İlanlar

Para poltika yapıcıları yada Merkez Bankası kendi tercihleri hakkında özel bir bilgiye sahip olabilirler ve bu bilgileri kendi politikalarına kolaylıkla yansıtabilmektedirler. Sahip oldukları bu özel bilgiyi aktarım yollarından bir tanesi kamuoyuna yapılan açıklama ve ilanlardır. Dolayısıyla bir Merkez Bankası zaman açısından tutarlı politikalar uygulamak üzere bu ilanları kolaylıkla kullanabilmekte ve bu şekilde, ekonomik birimlerin beklentilerini ve davranışlarını etkileyebilmektedir.

Stein(1989) ve *Crawford&Sobel(1982)* bu alanda çalışmış olan yazarlardan birkaçıdır. *Crawford&Sobel(1982)* oyun teorisi çerçevesinde, oyuncuların bir tanesinin, diğer oyuncunun davranışını etkileyecek özel bir bilgiye sahip olduğu, stratejik bir iletişim modeli kurmuşlar ve, doğrudan iletişim ne kadar önemli bir role sahip ise, ekonomik birimlerin amaçlarının birbirine o kadar bağlı olduğunu göstermişlerdir. *Stein(1989)* ise Fed'in yaptığı ilanlara ilişkin ikilemini, iki dönemli, Fed'in sadece iki makroekonomik değişken üzerine karar aldığı (döviz kuru ve faiz oranı) bir açık ekonomi modeli çerçevesinde incelemişlerdir. Bir yandan Fed piyasaların olabildiğince hızlı şekilde tepki verebilmesi için gelecek dönemlerde uygulayacağı politikalarını açıklamak istemektedir; diğer yandan, eğer sahip olduğu tüm bilgileri paylaşmaz ise ekonomik birimlerin beklentilerini etkileyerek, daha iyi sonuçlar elde edebileceğinin farkındadır. Bu son durumda, ekonomik birimler Fed'in açıklamalarına inanmayacaklar ve Fed, kredibilite problemi ile karşılaşacaktır. *Stein*, bu probleme çözüm olarak Fed'in net olmayan açıklamalar yaptığı durumu incelemiş ve çalışmasının sonucunda Merkez Bankası yaptığı açıklamaları ekonomik birimlerin beklentilerini etkileyecek şekilde yapıyorsa, bu açıklamaların bir anlamı olmadığını göstermiştir.

4.1.3. Hedef Alanlar

Hedef alanlara dayalı politikalar, aslında ilanlara dayalı politikaların uzantısıdır. Çünkü hedef alan politikalarında ulusal paranın, başka bir deyişle

döviz kurunun dalgalanacağı bir aralığın ilanı söz konusudur. Bu tür modeller daha çok, politika yapıcılarının taahhüdü altında döviz kuru seyrini incelemektedir.

Bu teori *Krugman(1991)*'ın I. Nesil Modeli ile ortaya çıkmıştır. Bu modelde Krugman hedef alanın tam güvenilirliği varsayımı altında dalgalanma aralığı içerisinde döviz kuru hareketini incelemiştir. Döviz kuru aralık içerisinde olsa bile, dalgalanma aralığının döviz kurunun hareketini etkilediğini, güvenilir bir aralığın döviz kurunu dengelemek için yeterli olduğunu göstermiştir.

Krugman'ın bu teorisine çeşitli katkılarda bulunulmuş ve hedef alanın tam güvenilir olmadığı varsayımı altında II. Nesil Modeller literatürde yerlerini almışlardır. Çeşitli çalışmalar (*Bertola&Caballero(1990)*, *Svensson(1991)*, *Bertola&Svensson(1993)* ve *Svensson(1991)*) hedef alanın dengeleyici etkisinin, bu alanın güvenilirliğine bağlı olduğunu göstermişlerdir.

Kremers(1990) ise başka bir bakış açısı ile, ulusal paranın daha güçlü bir paraya bağlanmasının güvenilirlik transfer ettiği fikrinden yola çıkarak, ulusal parasını başka bir ülke parasına bağlayan bir ülkenin, parasına bağladığı diğer ülke ile aynı amaç fonksiyonuna sahip olduğunu ve dolayısıyla, enflasyon eğiliminden kurtulduğunu göstermiştir.

4.2. Kurumsal Reformlar

Bazen kurumsal yapısı Merkez Bankası'nın gerçek niyetini gerçekleştirmesine izin vermemektedir. Kurumsal reformlar ile Merkez Bankası'nın amaç fonksiyonunda değişiklik hedeflenmektedir. Bu da para politikası kuralları ve Merkez Bankası bağımsızlığı ile mümkün olmaktadır.

Romer&Romer(1996) kurumsal reformların güvenilirlik seviyesini arttırmadaki rolünü göstermişlerdir. Çalışmalarında öncelikle, para politikalarının başarısızlığının sadece dinamik tutarsızlığa bağlı olmadığını, ama aynı zamanda para politikasının sonuçlarının ve etkilerinin anlaşılmasına ve ekonomideki birimlerin sahip oldukları sınırlı bilgiye de bağlı olduğunu göstermişlerdir. Politikaların performansını iyileştirmek için sadece politikaların değil, kurumların da özelliklerinin değiştirilmesi gerektiğini, para politikası kurumları-

nın her türlü bilgiye sahip uzmanlar tarafından kontrol edilmesine ve politika yapıcılarının performanslarının değerlendirilmesine olanak sağlayacak şekilde yeniden yapılandırılmasını önermişlerdir. Çünkü bu tarz kurumların varlığını bilen ekonomik birimler uygulanan para politikalarına ve bu politikaların başarısına daha çok güveneceklerdir.

4.2.1. Para Politikası Kuralları

Zaman tutarsızlığı sorununa karşı çözümlerden bir tanesinin para politikasını, politika kuralları üzerine oturtmaktır. Literatürde iki farklı kuraldan bahsedilmektedir:

Pasif Kurallar, Merkez Bankası'nın uymak zorunda olduğu kurallardır. Bu kurallara göre Merkez Bankası başlangıçta aldığı kararlarla tutarsız kararlar alamamaktadır. Bu tür kurallar ve Merkez Bankası bağımsızlığı ile enflasyonist eğilim önlenilecek, güvenilirlik sağlanabilecektir.

Aktif Kurallar, kısa vadede hareket etme imkanı veren ancak uzun dönemli güvenilirlik sağlayan kurallardır. Bu kurallar çerçevesinde güvenilirlik sağlanması için, öncelikle ilan edilmiş kural uzun dönemde güvenilir olmalı, ayrıca ilanın içerdiği bilgi şeffaf olmalıdır.

4.2.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Merkez Bankası bağımsızlığı güvenilirlik derecesini artırıcı kurumsal bir mekanizmadır. Merkez Bankası'na enflasyon oranını denge tutabilmek için, para ve döviz kuru politikalarını yürütmede tam bağımsızlık vermektedir. Fiyat istikrarı kararları ile politik güçlerin davranışlarını birbirinden ayırmaktadır. Organik bağımsızlık kurumsal seviyedeki bağımsızlığı, fonksiyonel bağımsızlık ise politika araçlarının uygulanmasındaki bağımsızlığı ifade etmektedir. Bu iki bağımsızlığın varlığı ekonomik birimleri fiyat istikrarı hedefinin enflasyonist vergiyle yada kamu açığının parasal finansmanla gerçekleştirileceğine ikna edecektir.

Alesina (1988), *Alesina&Grilli (1992)* ve *De Haan&Sturn (1992)*, Merkez Bankası bağımsızlık derecesi ile enflasyon oranı arasında bir nedensellik ilişkisi ortaya koymuşlardır. Merkez Bankası ne kadar bağımsız ise, enflasyon oranı o kadar zayıftır. *Posen (1993)* ise bu yazarlardan farklı ola-

rak daha politik bir yaklaşımda bulunarak, sadece finansal sektörün düşük enflasyon oranından çıkarı olduğu, politik grupların enflasyon üzerinde daha spesifik tercihleri olduğundan bahsetmektedir. *Cukierman (1994b)* Merkez Bankası'nın bağımsızlık derecesini etkileyen politik ve ekonomik etkenlerin varlığından bahsetmektedir. Cukierman'a göre MB'nin yapması gereken arbitraj kredibilite ile para politikasının esnekliği arasında olmalıdır. Çünkü kredibilite eksikliği ekonomide enflasyonist eğilime yol açmakta, bu enflasyonist eğilim de ekonomik birimlerin ekonomik davranışlarını yüksek faiz oranları ve ücret artışlarına göre ayarlamalarına sebep olmaktadır. MB bağımsızlığı kredibilitiyi arttıracak, ihtiyari para politikalarını azaltacaktır.

4.2.3. Borcun Yeniden Yapılandırılması

Kredibilitiyi arttırıcı önlemlerden bahsederken borcun yapısı ile kredibilite arasındaki etkileşime de değinmekte fayda olacaktır. «Borç yapısı» kavramı, borcun vadesi, borcun miktarı ve borcun ödeneceği para birimi değişkenlerini kapsamaktadır.

Kamu borcunun, MB tarafından para basılarak finansmanını kısıtlayacak şekilde borcu yapılandırmak para politikasının güvenilirliğini arttıracaktır.

Persson, Persson&Svensson(1987) zaman tutarsızlığı probleminin borcun daha iyi yönetimi ile önlenebileceği fikrini savunmaktadırlar. Bu problemi vergi gelirlerinin, enflasyonist vergilerin ve kamu harcamaları finansmanı için borçlanmanın optimal kombinasyonu olarak düşünerek, her hükümetin kendisinden sonra gelecek hükümete zaman tutarlılığını mecbur ederek, borcu yeniden yapılandırmasını sağladığı takdirde hem güvenilirlik derecesinin artacağını hem de zaman tutarsızlığı sorununun önlenmiş olacağını göstermişlerdir.

4.3. Para ve Maliye Politikalarının Kendi Aralarında Tutarlılıkları

Para politikasının güvenilirlik derecesinin arttırılması için izlenen tüm politikaların birbirleri ile koordineli ve uyumlu olmaları gerekmektedir.

Çalışmalarında *Beetsma&Bovenberg(1997)* mali otoriteler ile para politikasını kontrol eden otorite,

diğer bir deyişle bağımsız MB arasında stratejik bir etkileşim olduğunu göstermişlerdir. Kamu borcunun maliye politika yapıcılarının stratejik bir aracı olduğunu ve borç politikasının para politikasını etkilediğini düşünerek, para politikasının güvenilirlik seviyesini para ve maliye politikaları yapıcılarının politikalarını koordine ederek artırılabilceği görüşünü savunmaktadırlar. Bu tür bir koordinasyon yokluğunda MB ve hükümet arasındaki gelecek para politikası hakkındaki anlaşmazlık hükümeti borcu stratejik bir araç olarak kullanmak durumunda bırakacak, borç birikerek artacaktır.

4. 4. Yabancı Yardımı

Para politikasının güvenilirliğini arttırıcı rolü olan bu önlemlerde, yardım, bir tür taahhüd mekanizması olarak işlemektedir. Stabilizasyon programları uygulayan ülkeler, düşük enflasyon oranı taahhüdü veren dışardaki bir kurumla işbirliği yapmaktadırlar. Özellikle para talebi dengesizliği, sermaye hareketliliği artışı yada politik kurumlarında güvenilirlik sorunu gibi teknik problem yaşayan ülkeler, ülke dışındaki bir kurumdan güvenilirlik ithal etmek durumundadırlar. IMF (Uluslararası Para Fonu) bu tür dış kurumlara örnek teşkil etmektedir. IMF, ülkelere yaptığı koşullu yardımlarla spesifik veya yapısal makroekonomik hedefleri gerçekleştirmek üzere yardım etmektedir. Ekonomik birimler tarafından, bu kurumun güvencesi altında politikaların uygulanacağını ve ilan edilen hedeflerin gerçekleştirileceğinin bilinmesi güvenilirliği arttıracaktır.

5. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Oluşturulması

Bir yandan birçok sanayileşmiş ülke tarafından başarılı olmuş bir para politikası stratejisi olarak kabul edilen, diğer yandan gelişmekte olan ülkeler için çekici bir alternatif para politikası olarak görülen enflasyon hedeflemesi rejiminin 5 tane ana elemanı vardır (*Mishkin, 2000*). Bu elemanları, orta vadede sayısal bir enflasyon hedefinin açıklanması; çeşitli hedeflerin var olduğu ama esas hedefin fiyat istikrarı olduğu kurumsal bir taahhüd; para politikası aracına karar vermek için, içinde farklı değişkenlerin olduğu bir strateji içeren bir bilgi kümesi; para politikası çerçevesinde yapılan planların, belirlenen hedeflerin ve parasal otoritelerin kararlarının kamu ve piyasalara aktarıldığı

bir şeffaflık stratejisi ve MB'nın enflasyon hedeflerine ulaşması için sorumluluğu olarak sıralamak mümkündür.

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde öncelikle optimal bir enflasyon hedefi seçmek ve MB'nı zayıf bir enflasyon oranı sağlamaya zorlayacak bir para politikası çerçevesi oluşturmak gerekmektedir. MB belirli bir sürede gerçekleştireceği açık bir hedef belirler ve birtakım göstergelerin ve beklenti anketlerinin sonuçları doğrultusunda gelecek dönemde izleyeceği para politikasına karar verir. MB'nın enflasyon oranı üzerinde tam kontrolü vardır ve hedefini gerçekleştirmek üzere para politikası araçlarına ve kullanım şekillerine kendisi karar vermektedir. Olası içsel ve dışsal şoklara tepki verme imkanı vardır. Öte yandan, şeffaflığını korumak adına, izlediği strateji ve aldığı kararları içeren bilgileri düzenli olarak yayınlar. Bu şekilde, «piyasalar hedefler ve alınan önlemler arasındaki ilişkiyi anladığı zaman, para politikası daha etkili olacaktır»⁹; çünkü, ekonomik birimler gelecekte oluşacak fiyatları daha doğru şekilde öngörebilecekler, ve bu şekilde MB fiyatlar üzerindeki belirsizliği kaldıracak, dönemler arasındaki kıyaslamaları kolaylaştıracak ve MB kredibilitesini ve sorumluluğunu arttıracaktır.

Ancak enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlanmadan önce yerine getirilmesi gereken birtakım koşullar vardır. Bu koşullar daha çok MB kredibilitesini arttırıcı nitelikte koşullardır, zira enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı özellikle MB güvenilirliğine bağlıdır.

3 koşuldan bahsedilebilir:

1. Fiyat istikrarı para politikasının nihai amacı olmalıdır. Parasal otoriteler yada Merkez Bankaları ilan edilmiş hedeften başka bir hedef edinmemeli, maliye politikasının etkilerini de dikkate alarak (yüksek borç karamsar beklentileri tetikleyecek ve kısa dönemde enflasyon hedeflemesinin gerçekleştirmeyeceğini düşündürecek), sadece ilan edilmiş bu hedefin gerçekleştirilmesiyle ilgilenmelidirler.

2. MB operasyonel bağımsızlığa sahip olmalıdır; başka bir deyişle, para politikası araçlarına karar

vermek için gerekli bağımsızlık ve özgürlüğe, finansal ve idari otonomiye sahip olmalıdır. Ancak bu koşulda MB para politikasını politik müdahaleler olmadan, zaman tutarsızlığını önleyerek uygulayabilecektir. MB hükümeti finanse etmemelidir, aksi takdirde enflasyonist baskılar para politikası etkinliğini azaltacaktır. Ayrıca bu bağımsızlık hukuki olarak tanınmalı ve kanun önünde MB fiyat istikrarından sorumlu tek otorite olarak tanınmalıdır.

3. Finansal piyasaların yeterince gelişmiş, finansal kurumların da kuvvetli olması gerekmektedir, çünkü para politikası araçlarının etkinliği piyasaların gelişmişliklerine bağlıdır; finansal piyasalar, para politikası araçlarına yeterince hızlı tepki veremezlerse, enflasyon oranı hedef orandan sapabilir. Finansal aracılık ne kadar çok gelişmiş ise, MB, kredibilitesini ve etkinliğini arttırarak, enflasyon hedefine ulaşabilmek için o kadar çok faiz oranı ile oynayabilir.

Finansal piyasaların gelişmişliği aynı zamanda, olası bütçe açıklarının parasal finansmanını da engeller çünkü başka kaynakların kullanımı mümkün hale gelir. Ayrıca para politikasının oluşturulmasını da kolaylaştırır çünkü finansal araçların fiyat hareketleri piyasaların fiyat beklentileri hakkında bilgi verir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamak isteyen ülkeler esnek döviz kuru politikası uygulamak durumundadırlar. Çünkü ancak esnek döviz kuru rejimi altında bağımsız bir para politikası uygulayabilecek ve döviz kuruna gerektiğinde müdahale edebileceklerdir.

Mali istikrar da enflasyonun kontrolü için gerekli bir koşuldur; maliye politikası borcun parasallaştırılması için para otoritelerini etkileyebilir, bu durumda para arzı hızlıca artar ve yüksek bir enflasyon oluşur. Hükümetlerin kamu harcamalarını karşılamak için finansal piyasalarda borçlandıkları durumlarda ortaya çıkan mali baskınlık da zaman tutarsızlığı yaratarak MB'nın güvenilirliğini zayıflatmaktadır. Çünkü mali baskınlık para politikası aktarım mekanizmasını, MB tarafından belirlenmiş kısa vadeli faiz oranları ile ikincil piyasa faiz oranları arasındaki ilişkiyi zayıflatarak, engellemektedir ve ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini oluştururken sürdürülemez bir kamu borcu yada bütçe açığının finansmanı için politika

yapıcıların MB'nı para basmaya zorlayacağını düşünmesine sebep olacaktır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı için iyi bir finansal sistem de gerekli bir koşuldur. Eğer ki banka sistemi kırılğan ise, MB enflasyon hedefini gerçekleştirmesi için gerekli faiz oranı arttırmını yapamaz çünkü yaptığı takdirde, finansal sistemin çökeceğini yada finansal bir krize sebep olacağını bilir. *Blanchard (2004)* finansal disiplin ve borç disiplini üzerinde ısrar etmektedir. Yüksek faiz oranlarının eşlik ettiği yüksek bir borç seviyesi ülke riskini de arttıracaktır. Ulusal para değer kaybedecek ve enflasyon artacaktır; bu durum, yabancı para cinsinden borç oranı yüksek ise daha vahim olacaktır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin sağladığı avantajları özetleyecek olursak; bu rejim, politika araçlarını belirlerken sahip olunan tüm bilgiyi kullanmayı öngören bir strateji üzerine kurulmuş bir politika, gerektirdiği şeffaflık çerçevesinde, düzenli iletişim kanalları ile kamuoyu tarafından kolaylıkla algılanabilmektedir. Bu şekilde para politikasının, hedefinin ve araçlarının üzerindeki belirsizliğin azalmasıyla ekonomik birimler bekleyişlerini iyileştirebilmektedirler. Aynı zamanda para ve maliye politikaları arasında tutarlılık ve uyum gerektirir. Çünkü enflasyon hedeflemesi başarısız olduğunda, her iki politika da bu durumdan etkilenir; para politikası otoritesi ve hükümet prestij kaybederler. Dolayısıyla her iki otorite de aynı hedefi gerçekleştirmeye çalışır. Örneğin, hükümet MB'na yayılmaca politika uygulamasını talep etmez ve zaman tutarsızlığı problemi ortadan kalkar.

Öte yandan, açık bir sayısal enflasyon oranı hedefi MB'nın sorumluluğunu arttırarak, bir kez daha zaman tutarsızlığı riskini önler. Çünkü enflasyon hedeflemesi stratejisi ekonomik birimler tarafından doğru şekilde anlaşılırsa, bu birimlerin ekonomik davranışları para politikası ile örtüşür ve ekonomik birimlerin beklentilerinin oluşumunda parasal bir çapa oluşturarak, kural üzerine oturtulmuş bir para politikası şeklini alır.

6. Sonuç

Çalışmada ekonomik politikaların kredibilitesi üzerine yapılmış çalışmaları kapsayan literatürden hareketle, enflasyon hedeflemesi rejiminin hangi yönleri ile MB kredibilitesini arttırıcı bir poli-

tika olduğu incelenmiştir. Öncelikle standart teorik model çerçevesinde zaman tutarsızlığı kavramı üzerinde durarak, kredibilite probleminin nasıl ortaya çıktığı incelenmiş, sonrasında ise bu probleme karşı çözüm olarak önerilmiş politikaların sonuçları, hangi politikanın bu probleme karşı daha iyi bir politika olduğunu anlamak için karşılaştırılmıştır.

Kyland&Presoot (1977)'in önerdiği kural ve normlara dayalı politikanın diğer politikalara göre daha iyi sonuç verdiği görülmüştür.

Çalışmanın ikinci etabında, kredibilite problemi ile savaşmak ve kredibilite derecesini arttırmak için sunulan önlemler, yine literatürde yer alan çalışmaların sonuçlarından hareketle incelenmiş ve bu önlemlerin kredibilite problemine karşı ne kadar başarılı oldukları tartışılmıştır.

Kredibilite alanındaki bu literatür taraması ışığında, enflasyon hedeflemesi rejiminin para politikası yapıcılarının yada Merkez Bankası'nın kredibilite derecesini arttıran bir para politikası olduğu sonucuna varılmıştır. Çünkü enflasyon hedeflemesi rejimi sadece enflasyonist eğilimi önlememekte, ayrıca oluşumundan itibaren kredibilite problemine karşı önlemler içermektedir. Örneğin, bu politikayı uygulamak isteyen ülkeler öncelikle kurumsal bir reform gerçekleştirmeli ve bağımsız bir Merkez Bankası'na sahip olmalıdırlar. Ayrıca, bu ülkeler finansal disiplinlerini sağlamalı, MB'nın kamu borcunu parasallaştırmasını önleyerek, kamu borçlarını yeniden yapılandırmadırlar. Öte yandan enflasyon hedeflemesi rejimi bir itibar modeli olarak da tanımlanabilmektedir. Çünkü bu politika çerçevesinde enflasyon oranı hedefi kamuoyuna uygulama dönemi başında ilan edilir, ve bu ilanla MB bu ilana uyacağının ve enflasyon oranını düşüreceğinin sözünü vermiş olur. Bu yönden, enflasyon hedefi bir ekonomik politika kuralı olarak da düşünülebilmektedir ki, bu politikanın kredibilite sorununu riskini azaltmaktaki başarısı teorik olarak da gösterilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, özel ve asimetrik bilgi seviyesinin en düşük seviyeye düşürüldüğü bir şeffaflık gerektirmektedir. MB'nin, para politikası raporlarını ve ekonomik birimlere gönderilmiş birer işaret olarak düşünülebilecek enflasyon öngörülerini düzenli olarak yayınlayarak, kamuoyunu bilgilendirmesi gerekmektedir.

Son olarak, enflasyon hedeflemesi rejimi para ve maliye politikaları arasındaki stratejik etkileşim sayesinde, birbirleri ile tutarlılıklarını ve koordinasyonunu öngörmektedir.

Kaynakça

- ALESINA, Alberto, *Alternative monetary regimes : a review essay*, *Journal of Monetary Economics*, 1988, Vol. 21, No.1, p. 175-183.
- BARRO, R., J.&GORDON, D., B., 1983, "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy*, No. 91, p. 589-610.
- BARRO, R., J.&GORDON, D., B., 1983b, "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, No. 12, p. 101-121.
- BEETSMA, Roel M.W.J., BOVENBERG, A. Lans, *Central bank independence and public debt policy*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1997, Vol. 21, p. 873-894.
- BERTOLA, G., SVENSSON, Lars E.O, *Stochastic devaluation risk and the empirical fit to target-zone models*, *Review of Economic Studies*, 1993, Vol. 60, No. 3, p. 689-712.
- BERTOLA, Giuseppe, CABALLERO, Richard, *Target zones and realignments*, C.E.P.R. Discussion Papers, 1990, CEPR Discussion Paper No. 398.
- BLACKBURN, K.&CHRISTENSEN, M., 1989, "Monetary policy and policy credibility: theories and evidence", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXVII, p. 1-45.
- CATENARO, M., 2000, "Time inconsistency: an updated survey of the literature", *Working Paper No. 29*, *Universita degli Studi di Milano*.
- CHRISTENSEN, Michael, *Disinflation, credibility and price inertia: A Danish exposition*, *Applied Economics*, (1987a), Vol. 19, No. 10, p. 1353-1366.
- CHRISTENSEN, Michael, *On interest rate determination, testing for credibility policy and the relevance of Lucas critique*, *European Journal of Political Economy*, 1987b, Vol. 3, p. 369-388.
- CRAWFORD, Vincent P., SOBEL, Joel, *Strategic information transmission*, *Econometrica*, 1982, Vol. 50, No. 6, p. 1431-1451.
- De HAAN, Jakob, STURM, Jan Egberg, *The case for Central Bank independence*, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Journal*, 1992, Vol. 0, No. 182, p. 305-327.
- FAUGERE, J.-P., 1991, "Les règles monétaires génératrices de crédibilité. Eléments de critique des thèses des 'nouveaux classiques'", *Revue Française d'Economie*, Vol. VI, No. 4, p. 227-280.
- KEMPF, H., 2000, "Règles et discrétion", dans *Analyse Macroéconomique 2*, sous la direction de HAIRAULT, J.O, éditions La Découverte, Paris.
- KREMERS, Jeroen J.M., *Gaining policy credibility for a disinflation-Ireland's experience in the EMS*, *IMF Staff Papers*, 1990, Vol. 37, No. 1, p. 116-141.
- KRUGMAN, Paul, *Target Zones and Exchange Rate Dynamics*, *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, Vol. 106, No. 3, pages 669-82.
- KYLAND, F., E.&PRESCOTT, E., C, 1977, "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, No. 85, p. 473-491.
- LUCAS, Robert Jr., STOKEY, Nancy L., *Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital*, *Journal of Monetary Economics*, 1983, Vol. 12, No. 1, p. 55-93.
- MOUROUGANE, A., 1997, "Crédibilité, indépendance et politique monétaire – une revue de la littérature", *Série des documents de travail de la Direction des Etudes et Synthèses Economiques*, G 9721, *Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques*.
- PERSSON, Mats, PERSSON, Torsten, SVENSSON, Lars, E.O., *Time consistency of fiscal and monetary policy*, *Econometrica*, 1987, Vol. 55, No. 6, p. 1419-1431.
- PERSSON, T., 1988, "An introduction and a broad survey", *European Economic Review*, No. 32, p. 519-532.
- PERSSON, Tabellini, *An introduction and a broad survey*, *European Economic Review*, 1988, No. 32, p. 519-532.
- PERSSON, Torsten, Van WIJNBERGEN, Sweder, *Signalling, Wage Controls and Monetary Disinflation Policy*, *National Bureau of Economic Research Working Papers*, 1989, NBER WP No. 2939.
- RODRIK, Dani, *Promises, Promises: Credible Policy Reform via Signalling*, *Economic Journal*, 1989, Vol. 99, No. 397, p. 756-772.
- SVENSSON, L., E., O., 1997, "Optimal inflation targets, conservative central banks, and linear inflation contracts", *American Economic Review*, No. 87, p. 98-114.
- SVENSSON, Lars E.O., *The simplest test of target zone credibility*, *IMF Staff Papers*, 1991, Vol. 38, No.3, p. 655-665.