

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**İKTİSAT PROGRAMI**

**REEL EKONOMİK İSTİKRARSIZLIKLAR İLE MÜCADELEDE ENFLASYON  
HEDEFLEMESİNİN ESNEKLİĞİ: KIRILGAN EKONOMİLER ÜZERİNE  
DİNAMİK PANEL ANALİZİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Ash GÜLER**

**HAZİRAN - 2014**

**TRABZON**

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**İKTİSAT PROGRAMI**

**REEL EKONOMİK İSTİKRARSIZLIKLAR İLE MÜCADELEDE ENFLASYON  
HEDEFLEMESİNİN ESNEKLİĞİ: KIRILGAN EKONOMİLER ÜZERİNE  
DİNAMİK PANEL ANALİZİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Ash GÜLER**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Hasan ÖZYURT**

**HAZİRAN - 2014**

**TRABZON**

## ONAY

Aslı Güler tarafından hazırlanan “Reel Ekonomik İstikrarsızlıklar ile Mücadelede Enflasyon Hedeflemesinin Esnekliği: Kırılgan Ekonomiler Üzerine Dinamik Panel Analizi” adlı bu çalışma, 04.06.2014 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat Anabilim dalında **doktora tezi** olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Suat OKTAR (Başkan)

Prof. Dr. Hasan ÖZYURT (Danışman)

Prof. Dr. Yakup KÜÇÜKKALE

Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI

Prof. Dr. Haydar AKYAZI

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. .../.../....

Enstitü Müdürü

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

## **BİLDİRİM**

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

**Aslı GÜLER**

**04.06.2014**

## ÖNSÖZ

Enflasyon hedeflemesi pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından başarılı bir şekilde uygulanmış ve bugüne kadar hiçbir ülke tarafından başarısız olduğu gerekçesiyle terk edilmemiş bir para politikası sistemidir. Ayrıca, enflasyon hedefleyen ülkeler dünya ekonomisinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu nedenle, kullanımı giderek yaygınlaşan enflasyon hedeflemesinin kendisinden beklenenleri gerçekleştirebilecek yeterliliğe sahip olup olmadığının belirlenmesi; eksik ve iyileştirmeye ihtiyaç duyduğu alanların araştırılması önem arz etmektedir.

Çalışmanın hazırlanma aşamasında hiçbir zaman desteğini ve yardımını esirgemeyen, akademik bilgi ve tecrübeleriyle beni yönlendiren danışmanım Sayın Prof. Dr. Hasan ÖZYURT'a minnet ve teşekkürlerimi sunarım. Bu süreçte, akademik bilgi birikimini benimle paylaşan, değerli görüşleriyle çalışmaya katkı yapan Sayın Prof. Dr. Haydar AKYAZI'ya ve çalışmayla içtenlikle ilgilenen, değerli fikirleriyle ufkumu genişleten Sayın Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI'ya ayrı ayrı en içten teşekkürlerimi sunarım. Çalışmanın uygulama kısmında değerli önerileriyle beni yönlendiren, bu konuda vaktini benden esirgemeyen Sayın Prof. Dr. Yakup KÜÇÜKKALE'ye ayrıca teşekkür ederim. Bu çalışma süresince her an yanımda olan benimle üzülen benimle sevinen her sıkıntıma ortak olan biricik anneme, babama kardeşlerime, bilhassa Hülya'ya sonsuz şükranlarımı sunarım. Son olarak, yaşadığım her zorlukta bana destek olan, mutluluğumu ve üzüntümü paylaşan İnci, Hacer ve diğer tüm arkadaşlarıma da gönülden teşekkürü bir borç bilirim.

Trabzon, Haziran 2014

Aslı GÜLER

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ .....	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET .....	IX
ABSTRACT .....	X
TABLolar LİSTESİ .....	XI
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	XIII
GRAFİKLER LİSTESİ .....	XIV
KISALTMALAR LİSTESİ .....	XV
GİRİŞ.....	1-5

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. BİR PARA POLİTİKASI SİSTEMİ OLARAK ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....</b>	<b>6-47</b>
1.1. Enflasyon Hedeflemesinin Para Politikası Sistemi Olarak Çıkışı .....	9
1.1.1. Para Politikasında Aktivist Politikaların Gözden Düşmesi.....	9
1.1.2. Enflasyonun Ekonomik Maliyetlerinin Anlaşılması.....	13
1.1.3. Nominal Çapaya Olan İhtiyaç .....	16
1.2. Enflasyon Hedeflemesi: Teori ve Uygulama Çerçevesi .....	20
1.2.1. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı.....	21
1.2.2. Enflasyon Hedeflemesinin Temel Özellikleri .....	23
1.2.3. Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları .....	25
1.2.3.1. Katı Enflasyon Hedeflemesi .....	25
1.2.3.2. Esnek Enflasyon Hedeflemesi .....	26
1.2.4. Enflasyon Hedeflemesinde Kayıp Fonksiyonu .....	28
1.2.5. Enflasyon Hedeflemesinde Para Politikası Kuralı: Taylor Kuralı .....	31
1.2.5.1. Taylor Tipi Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonu .....	32

1.2.5.2. Katı ve Esnek Enflasyon Hedeflemesinde Taylor Kuralı .....	34
1.2.6. Enflasyon Tahmini Hedeflemesi .....	35
1.2.6.1. Optimal Tahmin ve Para Politikası Aracı Planının Elde Edilmesi ...	39
1.2.7. Enflasyon Hedeflemesinde Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik .....	41
1.2.7.1. Para Politikasında Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Önemi .....	41
1.2.7.2. Enflasyon Hedeflemesinde Şeffaflık .....	42
1.2.7.3. Enflasyon Hedeflemesinde Hesap Verebilirlik.....	44
1.2.7.4. Enflasyon Hedeflemesinde Çatışan Amaçlar ve Şeffaflık.....	46

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>2. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TEORİK VE UYGULAMA BAKIMINDAN ESNEKLİĞİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ .....</b>	<b>48-95</b>
2.1. Enflasyon Hedeflemesinde Tartışmalar: Katı Bir Kural mı? Esnek Bir Sistem mi?.....	49
2.1.1. Takdire ve Kurala Dayalı Para Politikası Tartışmaları .....	49
2.1.2. Enflasyon Hedeflemesi: Kural mı? Sistem mi? .....	53
2.2. Para Politikasında Çatışan Amaçlar: Enflasyon ve Büyüme .....	55
2.2.1. Enflasyon Hedeflemesinde Çıktı Açığı ve Reel Ekonomik İstikrar .....	57
2.2.2. Enflasyon Hedeflemesi ve Çıktı Oynaklığı.....	62
2.2.3. Enflasyon Hedeflemesinde Reel Ekonomik İstikrar Amacının Dahil Edilmesinin Ortaya Çıkardığı Zorluklar .....	65
2.3. Enflasyon Hedeflemesinin Şoklara Tepki Verebilme Yeteneği .....	67
2.4. Enflasyon Hedeflemesinde Çoklu Amaçları Dengelemek İçin Yaklaşımlar.....	72
2.4.1. Bant Aralığı Yaklaşımı.....	74
2.4.1.1. Bant Aralığının Genişliği.....	76
2.4.1.2. Bant Aralığının Dezavantajları .....	81
2.4.2. Cayma Maddeleri .....	82
2.4.3. Kademeli Dezenflasyon Süreci .....	87
2.4.4. Makul Hedef Ufku .....	91

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ESNEKLİĞİNİN BEKLENTİLER ÇAPALAMA ETKİSİ ÜZERİNDEN ÖLÇÜLMESİ: LİTERATÜR .....</b>	<b>96-136</b>
3.1. Para Politikası Uygulamalarında Beklentilerin Önemi.....	97
3.2. Beklentilerin Ekonomiye Etkileme Mekanizması.....	99
3.3. Enflasyon Hedeflemesinde Enflasyon Beklentilerinin Çapalanması .....	101
3.3.1. Enflasyon Beklentilerinin Çapalanmasında Enflasyon Hedeflerinin Rolü ..	102
3.3.2. Enflasyon Beklentilerinin Çapalanmasında Güvenilirliğin Önemi.....	105
3.3.3. Çapalanmış Enflasyon Beklentileri İle Elde Edilen Esneklik Kabiliyeti.....	108
3.3.4. Çapalanmış Enflasyon Beklentilerinin Davranış Özellikleri .....	110
3.4. Enflasyon Beklentilerinin Çapalanma Derecesini Ele Alan Ampirik Literatür ....	114
3.4.1. Kırılgan Ekonomiler İçin Yapılan Ampirik Çalışmalar.....	115
3.4.2. Gelişmiş Ekonomiler İçin Yapılan Ampirik Çalışmalar .....	121

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

<b>4. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ENFLASYON BEKLENTİLERİNİ ÇAPALAMA ETKİSİ: KIRILGAN EKONOMİLER İÇİN DİNAMİK PANEL YÖNTEMİ İLE BİR ANALİZ .....</b>	<b>137-189</b>
4.1. Örnek Kitle: Kırılgan Ekonomiler .....	138
4.1.1. Türkiye Ekonomisine Genel Bir Bakış .....	139
4.1.2. Brezilya Ekonomisine Genel Bir Bakış .....	141
4.1.3. Şili Ekonomisine Genel Bir Bakış .....	142
4.2. Araştırmanın Amacı.....	144
4.3. Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı .....	146
4.4. Veri Seti .....	149
4.5. Ekonometrik Yöntem: Panel ARDL.....	150
4.6. Araştırmanın Modelleri ve Hipotezleri.....	153
4.7. Birim Kök Testleri .....	155
4.8. Ampirik Bulgular .....	156
4.8.1. Gerçekleşen Enflasyon Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi.....	156



4.8.2. Enflasyon Hedeflerinin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi.....	164
4.8.3. Sürpriz Enflasyonun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi.....	170
4.8.4. Para Politikası Faiz Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi.....	176
4.8.5. Döviz Kurunun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi.....	183
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER .....</b>	<b>190</b>
<b>YARARLANILAN KAYNAKLAR .....</b>	<b>201</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ .....</b>	<b>220</b>

## ÖZET

Para politikası sistemi olarak kullanımı giderek yaygınlaşan enflasyon hedeflemesi, 2000’li yılların sonlarına kadar devam eden makroekonomik istikrar ortamında fiyat istikrarı açısından oldukça başarılı sonuçlar ortaya koymuştur. Ancak, küresel ölçekte yaşanan son durgunluğun ardından enflasyon hedeflemesinin reel ekonomik istikrarsızlıklarla mücadele edebilme esnekliğine sahip olup olmadığı konusu tartışılmaya başlamıştır. Son dönemde ortaya çıkan ampirik literatüre göre, enflasyon hedeflemesi enflasyon beklentilerini çapalayabilmesi sayesinde reel ekonomik istikrarsızlıklara etkin bir şekilde müdahale edebilme esnekliği kazanmaktadır.

Çalışmanın amacı, enflasyon hedeflemesinin enflasyon beklentilerini çapalama gücünü belirleyerek, reel ekonomik istikrarsızlıklarla mücadele esnekliğine sahip olup olmadığı konusunda değerlendirme yapmak ve sonuçlara göre politika önerilerinde bulunmaktır. Bu amaç doğrultusunda, enflasyon hedeflemesinin esnekliği teorik ve uygulama özellikleri açısından değerlendirildikten sonra dinamik panel veri analizi ile ampirik olarak sorgulanmıştır. Çalışmanın ampirik kısmında, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin geçmiş dönem enflasyon oranlarına, enflasyon hedeflerine, enflasyon şoklarına, para politikası faiz oranı ve döviz kurlarına duyarlılık derecesi kırılğan ekonomiler örneğinde panel ARDL, dinamik sabit etkiler ve statik sabit etkiler yöntemleri ile analiz edilmiştir. Araştırmadan elde edilen sonuçlar enflasyon hedeflemesinin kırılğan ekonomilerde enflasyon beklentilerini çapalayamadığına işaret etmektedir. Buna göre, para politikasına yönelik ciddi bir güvenilirlik açığı söz konusudur. Bu güvenilirlik açığının kapatılması için atılacak uygun politika adımları ile enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri için güçlü bir çapa olmasının sağlanması ve bu yolla para politikasının esnekliğinin artırılması mümkündür.

**Anahtar Sözcükler:** Enflasyon Hedeflemesinin Esnekliği, Çapalanmış Beklentiler, Para Politikasının Güvenilirliği, Panel ARDL.

## ABSTRACT

Having increasingly widespread use of as a monetary policy system, inflation targeting has revealed quite successful results in terms of price stability in a stable macroeconomic environment lasting until the ends of 2000. However, following the recent recession on a global scale, whether inflation targeting has the flexibility to cope with real economic instability began to be discussed. According to the recently emerging empirical literature, thanks to its ability to anchor inflation expectations, inflation targeting gains flexibility to deal effectively with real economic instabilities.

The aims of the study is to make judgment about whether inflation targeting is a flexible monetary system by determining of its strength of the anchoring effect on inflation expectations, and according the results to suggest some political recommendations. For this purpose, after evaluation of flexibility in terms of theoretical and practical features, the flexibility of inflation targeting is also analyzed by the method of dynamic panels. In the empirical part of the study the sensitivity of 12-month inflation expectations to past inflation rates, inflation targets, inflation shocks, monetary policy interest rates and exchange rates is analyzed for fragile economies by using Panel ARDL, dynamic fixed effects and static fixed effects methods. The results derived from the study indicates that inflation targeting could not anchor inflation expectations. Accordingly, there is a serious credibility gap for monetary policy. It is possible to increase the flexibility of monetary policy with appropriate policy steps to be taken to close the credibility gap and to be ensure inflation targets to become a strong anchor for inflation expectations.

**Key Words:** Flexibility of Inflation Targeting, Anchored Expectations, Credibility of Monetary Policy, Panel ARDL.

## TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	EH Uygulayan Ülkelerin Geçiş Tarihlerindeki Enflasyon Oranları .....	7
2	Ülkelerin EH'den Önce Kullandıkları Nominal Çapalar .....	20
3	EH Uygulayan ve Uygulamayan Ekonomilerde Makroekonomik Göstergeler ..	59
4	Enflasyon Hedefleyen Ülkelerin 2014 İtibari ile Güncel Enflasyon Hedefleri ...	74
5	Farklı Enflasyon Hedeflemesi Kuralları İçin Alternatif Bant Genişlikleri .....	78
6	Enflasyon Hedefleyen Ülkelerde Cayma Maddesinin Kullanımı .....	83
7	Enflasyon Hedefleyen Ülkelerde Hedef Ufku .....	93
8	Ampirik Çalışmalar .....	131
9	TCMB Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşme Oranları .....	139
10	BMB Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşme Oranları .....	142
11	ŞMB Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşme Oranları .....	143
12	2002:1-2008:8 Dönemi İçin Birim Kök Testi Sonuçları .....	155
13	2008:10-2014:1 Dönemi İçin Birim Kök Testi Sonuçları .....	156
14	Gerçekleşen Enflasyon Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar .....	160
15	Gerçekleşen Enflasyon Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları .....	161
16	Gerçekleşen Enflasyon Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE .....	162
17	Enflasyon Hedeflerinin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar .....	166
18	Enflasyon Hedeflerinin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları .....	168
19	Enflasyon Hedeflerinin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE .....	169

20	Sürpriz Enflasyonun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar .....	172
21	Sürpriz Enflasyonun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları .....	174
22	Sürpriz Enflasyonun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE.....	175
23	Para Politikası Faiz Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar .....	179
24	Para Politikası Faiz Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları.....	181
25	Para Politikası Faiz Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE .....	182
26	Döviz Kurunun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar .....	185
27	Döviz Kurunun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları.....	187
28	Döviz Kurunun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE .....	188

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Enflasyon ve Çıktı Oynaklığı Değiş Tokuş İlişkisi.....	64
2	Taylor Eğrisi.....	70
3	Para Politikasının Aktarım Mekanizması.....	91

## GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Bölgelere Göre Dünyada Şeffaflık ve Enflasyon Oranları .....	43
2	2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı .....	148
3	2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı .....	148
4	2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları .....	158
5	2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları .....	158
6	2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Enflasyon Hedefleri .....	165
7	2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Enflasyon Hedefleri .....	165
8	2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Sürpriz Enflasyon.....	171
9	2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Sürpriz Enflasyon.....	171
10	2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Para Politikası Faiz Oranları .....	177
11	2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Para Politikası Faiz Oranları .....	177
12	2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Döviz Kuru.....	184
13	2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Döviz Kuru.....	184

## KISALTMALAR LİSTESİ

AMB	: Avrupa Merkez Bankası
BMB	: Brezilya Merkez Bankası
CNB	: Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası
DSE	: Dinamik Sabit Etkiler Modeli
EEH	: Esnek Enflasyon Hedeflemesi
EH	: Enflasyon Hedeflemesi
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İMB	: İngiltere Merkez Bankası
KEH	: Katı Enflasyon Hedeflemesi
KHH	: Katı Çıktı Açığı Hedeflemesi
KMB	: Kanada Merkez Bankası
MG	: Ortalama Grup Tahmincisi (Mean Group Estimator)
PMG	: Havuzlanmış Grup Ortalama Tahmincisi (Pooled Mean Group Estimator)
SSE	: Statik Sabit Etkiler Modeli
ŞMB	: Şili Merkez Bankası
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası



## GİRİŞ

Para politikası amaçlarının ne olması gerektiği, birbiri ile çatışan amaçlar arasında dengenin nasıl sağlanabileceği, para politikasının bir kurala bağlı olarak yürütüldüğü mü yoksa politika yapımcıların takdir yetkisine bırakıldığı durumda mı daha iyi bir ekonomik performans sonucu elde edilebileceği gibi sorunsallar için cevap arayışları, hangi ülkelerin altın standardında olduğu ve altın ile gümüşün birlikte para standardı olarak kullanılıp kullanılmayacağı gibi konuların tartışıldığı 19 yüzyıla kadar uzanmaktadır. Para politikasının ne yapıp ne yapamayacağını anlaşılmaya çalışıldığı bu sorgulama sürecinde henüz sona gelmiş değildir. Dolayısıyla, makroekonomik sistemin istikrarına yapacağı katkı bağlamında para politikasının nasıl yürütülmesi gerektiği konusu uzun bir tarihçeye sahip zamanlar ötesi bir konudur.

Ancak, günümüzde ekonomistler ve politika yapımcılar, en azından üç nokta üzerinde anlaşmış bulunmaktadır. Birincisi, “*politikalar*” ekonomilerin başarısında ya da başarısızlığında önemli rol oynamaktadır. İkincisi, başarılı bir ekonomi “*sağlam bir para politikasına*” ihtiyaç duymaktadır. Disiplinli bir para politikasına sahip olmaksızın hiçbir ülkenin başarılı bir şekilde gelişmesi mümkün değildir. Üçüncüsü, katı sistemler kesin ve çabuk sonuçlar elde edilmesini garanti edebilmektedirler. Ancak, son yaşanan küresel mali kriz örneğinde tüm dünyanın, daha önce de Arjantin, Brezilya ve Türkiye’nin acı tecrübeler ile öğrendiği gibi oynak global ve finansal konjonktür içerisinde katı sistemler büyük riskleri de beraberinde getirmektedir. Buradaki zorluk, zaman içerisinde öngörülemeyen arz ve talep şokları ile karşılaşma olasılığı yüksek olan bir ülke için ekonomik istikrarın korumasına yardım eden “*güçlü, sağlam ve esnek bir para politikası sistemi*” bulabilmektir (Truman, 2004: 2-3).

Güçlü, sağlam ve esnek para politikası sistemi adaylarından biri, 1990’lı yılların başından itibaren giderek daha fazla sayıda ülke tarafından benimsenen ve uygulanan *enflasyon hedeflemesidir*. İlk olarak Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından uygulanmasının ardından pek çok endüstrileşmiş ve gelişmekte olan ülke, enflasyon

hedeflemesini (EH) para politikası sistemi olarak benimsemiş ve uygulamaya başlamıştır. Enflasyon hedefleyen merkez bankaları elde ettikleri sonuçlardan dolayı bu seçimlerinden memnun görünmektedirler. İlk uygulayıcılardan bir olan Kanada Merkez Bankası (KMB), EH ile ilgili deneyimlerini şöyle ifade etmektedir:

*“Rejim kendisinden beklenenleri gerçekleştirdi, bazı durumlarda sağladığı faydalar beklentilerin de ötesine geçti” (Bank of Canada, 2011: 4).*

Oldukça başarılı bir dönemin ardından EH ilk kriz imtihanı ile karşı karşıya kalmıştır. Dünya, Ağustos 2007’de başlayan ve Fed eski başkanı Alan Greenspan’ın yüzyılda bir gerçekleşen *kredi tusunamisi (once-in-a-century credit tsunami)* olarak adlandırdığı bir krizi yaşamıştır. ABD’de eşik altı ipotek piyasasında başlayan ve giderek derinleşen bir durgunluğa dönüşen bu kriz, EH ile ilgili bu iyimser manzaranın da bozulmasına neden olmuştur. Hatta bazı kesimlerce EH’nin bu krizden sağ çıkamayacağını ileri süren söylemler ortaya atılmıştır.

Bu gelişmelerin ardından “*EH, para politikası için yeterli bir kurumsal düzenleme midir?*” sorusu ekonomi gündemini meşgul etmeye başlamıştır. Derin durgunluk ve yüksek enflasyon şeklinde ortaya çıkan ekonomik durum ile ilgili hoşnutsuzluklar, EH sisteminin yeterliliğinin yeniden gözden geçirilmesi gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu gözden geçirme daha çok EH’nin makroekonomik çalkantı dönemlerinde reel sektörün istikrarı ile ilgilenebilme yeteneği üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu kapsamda, *çalışmanın temel amacı*, EH’nin reel ekonomik istikrarsızlıklarla mücadelede<sup>1</sup> esnek bir para politikası sistemi olup olmadığını araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda öncelikle, EH sisteminin esnekliği teorik, uygulama özellikleri bakımından incelenmiş, daha sonra ampirik olarak test edilmiştir. İlk olarak, Neoklasik Sentez’in para politikası önerisi olan EH’nin, dayandığı teorik temellere göre esneklik koşullarını içeren, yani enflasyon dışındaki bir makroekonomik amaca göre uyarlanabilen bir sistem olup olmadığı araştırılmıştır. İkinci olarak, teorideki esnekliğin uygulamaya nasıl yansıtıldığı, yani EH’nin esnek bir sistem olmasını sağlayan operasyonel özelliklerin neler olduğu belirlenmeye çalışılmıştır. Son olarak ise, merkez bankası ve ekonomik aktörler arasındaki güvene dayalı etkileşim sürecinde, ilan edilen enflasyon hedefleri üzerinden beklentilerin çapalanabilme yeteneğinin makroekonomik istikrarsızlık

---

<sup>1</sup> Bu çalışmada reel ekonomik istikrarsızlıklar ile mücadele çıktı açığının istikrarı kapsamında ele alınmıştır

dönemlerinde EH'ye sağladığı esneklik, kırılğan ekonomilerden oluşan örnek kitlesi için ampirik olarak analiz edilmiştir. *Çalışmadaki diğer bir amaç*, yapılan tespitler ve elde edilen bulgular doğrultusunda EH sisteminin reel ekonomik istikrarsızlıklarla mücadelede nasıl daha esnek hale getirilebileceği konusunda para politikasına ilişkin önerilerde bulunmaktadır.

EH'nin giderek yaygınlaşan bir para politikası sistemi olması çalışmanın potansiyel önemini arttırmaktadır. Oynak küresel ekonomik koşullar altında ortaya çıkacak beklenmedik istikrarsızlıklara müdahale esnekliğinden yoksun olan katı sistemler, mevcut bozulmaların daha da derinleşmesine yol açmaktadır. Bu nedenle, öngörülemeyen şoklarla mücadele edebilmek, önemli bir makroekonomik istikrar sağlayıcı olan para politikasında belli bir esnekliği gerektirmektedir. Diğer taraftan, kırılğan ekonomiler, ortaya çıkacak istikrarsızlıklardan en fazla etkilenmesi beklenen ülke grubunu oluşturmaktadır. EH'nin reel ekonomik istikrarsızlıklarla mücadelede yeterli esneklik koşullarına sahip olup olmadığının belirlenmesinin var olan potansiyel esneklik unsurlarının nasıl daha etkin bir şekilde işletilebileceği ve bu konuda atılması gereken adımların neler olduğu konusunda yol gösterici olacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmanın uygulamalı bölümünde süre bakımından dönemlik, amaç bakımından ise sebep-sonuç ilişkisine dayalı nicel bir araştırma yöntemi benimsenmiştir. Kırılğan ekonomiler grubunu temsilen oluşturulan örnek kitlesi için dinamik panel veri yöntemleri kullanılarak yürütülen analizlerde, EH sisteminin reel ekonomik istikrarsızlıklarla mücadelede esnekliğe sahip olup olmadığı, beklentileri çapalayabilme kuvveti üzerinden sorgulanmıştır. Çalışma, 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 olmak üzere iki örneklem dönemini kapsamaktadır. Bu bağlamda, çalışmada elde edilen sonuçlar iki örneklem dönemi için birbiri ile karşılaştırılarak EH'nin makroekonomik çalkantı dönemlerinde enflasyon beklentilerini çapalamada ne derece başarı gösterdiği değerlendirilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın en önemli kısıtını kırılğan ekonomiler için enflasyon beklentisi serilerine istenilen dönem ve frekansta ulaşamaması oluşturmaktadır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, EH'nin entelektüel alt yapısı, teorisi ve uygulama çerçevesi ele alınmıştır. Bu kapsamda birinci alt bölümde EH'nin ortaya çıkışında rol oynayan makroekonomik gelişmeler üzerinde durulmuştur.

İkinci alt bölümde ise, EH'nin teorisi ve uygulama çerçevesi ortaya konulmuştur. Bu alt bölümde öncelikle EH'nin literatürde yer alan tanımlarına yer verilmiş, ardından EH'ye ait temel özelliklerin neler olduğu belirtilmiştir. Daha sonra EH'nin uygulamadaki katı ve esnek formlarına ilişkin açıklayıcı bilgiler verilerek, kayıp fonksiyonu, Taylor Kuralı reaksiyon fonksiyonunun katı ve esnek EH formlarında nasıl farklılaştığı incelenmiştir. Ardından, EH uygulamasında çok önemli bir yere sahip olan enflasyon tahminlerine ve optimal para politikası faiz oranı planlarına dair açıklamalarda bulunulmuştur. Son olarak ise, EH sisteminde en üst seviyede önem atfedilen şeffaflık ve hesap verebilirlik kriterleri ele alınmıştır.

İkinci bölümde, EH'nin teorik ve uygulama özellikleri bakımından esnekliği değerlendirilmiştir. Bu kapsamda öncelikle, EH'nin katı bir para politikası kuralı mı, yoksa esnek bir para politikası sistemi mi olduğuna dair tartışmalara yer verilmiştir. Daha sonra, EH'de enflasyon dışındaki amaçların nasıl sisteme dahil edildiği, reel istikrara verilen önem derecesinin ne olduğu, çıktı oynaklığı gibi reel ekonomik istikrara ilişkin göstergelerin hedefleme kuralı içerisinde nasıl yer aldığı konuları ele alınmıştır. Ardından, EH'nin ekonomik şoklara tepki verebilme yeteneği incelenmiştir. Takip eden kısımda ise, EH sistemine enflasyon dışındaki amaçların takip edilmesinde esneklik sağlayan operasyonel özelliklerin neler olduğu ortaya koyulmuştur.

Üçüncü bölümde, EH'nin reel ekonomik istikrarsızlıklarla mücadele edebilme esnekliğini enflasyon beklentilerini sağlam bir şekilde çapalayabilme yeteneğine bağlayan uygulamalı literatür sunulmuştur. Bu kapsamda öncelikle, para politikasında beklentilerin yeri ve önemi hakkında bir ön bilgi sunulmuştur. Ardından, beklentilerin sağlam bir şekilde çapalanabilmesinin EH'nin reel ekonomik istikrarsızlıklarla mücadelede esnekliğini nasıl arttırdığına; beklentilerin çapalanmasında güvenilirliğin ve enflasyon hedeflerinin rolünün ne olduğuna dair açıklamalara yer verilmiştir. Son olarak ise, enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesini konu edinen uygulamalı çalışmalar incelenmiştir. Uygulamalı çalışmalar, ele alınan ülkeler, çalışmanın dönemi, kullanılan yöntem ve ulaşılan bulguları özetleyecek şekilde bölüm sonunda tablo olarak sunulmuştur.

Çalışmanın son bölümü olan dördüncü bölümde EH'nin enflasyon beklentilerini çapalayabilme gücü kırılğan ekonomileri temsil eden örnek kitlesi için 2002:1-2008:8 ve

2008:10-2014:1 dönemleri altında panel ARDL, dinamik sabit etkiler ve statik sabit etkiler metotları kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde öncelikle, örnek kitlesine ilişkin kısa tanıtıcı bilgiler sunulmuştur. Daha sonra, araştırmanın amacı ve hipotezleri ortaya konulmuş, kullanılan ekonometrik yöntem, araştırmanın modelleri ve veri seti tanıtılmıştır. Çalışmada oluşturulan modeller ile enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon oranları, enflasyon hedefleri, sürpriz enflasyon, para politikası faiz oranları ve döviz kurları arasındaki ilişkiler örneklem dönemleri kapsamında ayrı ayrı analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular tablolar halinde sunulmuş ve yorumlanmıştır.

Sonuç ve öneriler bölümünde ise çalışmanın uygulamalı kısmından elde edilen bulgular ana hatlarıyla ayrı ayrı özetlenmiştir. Panel ARDL, dinamik sabit etkiler ve statik sabit etkiler modellerinden elde edilen sonuçlara göre EH'nin makroekonomik kriz dönemlerinde enflasyon beklentilerini çapalamayı başarıp başaramadığı değerlendirilmiştir. Daha sonra, EH'nin enflasyon beklentilerini çapalama performansı üzerinden esnekliğinin nasıl arttırılabileceğine dair politika önerilerinde bulunulmuştur. Son olarak ise yaşanan son küresel mali kriz sonrasında EH'ye yöneltilen eleştiriler doğrultusunda kısa bir değerlendirme yapılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1. BİR PARA POLİTİKASI SİSTEMİ OLARAK ENFLASYON HEDEFLEMESİ

#### Giriş

1970'lerin başlarına kadar ekonomistlerin büyük bir çoğunluğu merkez bankasının enflasyonu kontrol etmekte yapabilecekleri çok az şey olduğunu düşünüyorlardı. O dönemdeki yaygın görüşe göre, para politikasının, enflasyon kontrolü ve ekonomik istikrar meselelerinde nispeten etkinsiz olduğu kabul ediliyordu. Bu görüşe göre, hükümetlerin çıktı açığını ve enflasyonu kontrol altında tutmak için kullanabileceği en etkin yöntemin maliye politikasıydı. Ancak 1960'ların sonlarında başlayan yüksek ve aynı zamanda oynak enflasyon ve işsizlik maliye politikasının en iyi istikrar politikası olduğu düşüncesine olan inancı sarstı. Bundan sonra faiz oranları gibi araçlarla para arzının kontrol edilmesine dayanan para politikası giderek yaygınlık kazanmaya başladı. Ancak, daha sonra para politikasının enflasyonu kontrol etmede etkinsiz olduğu inancı, ciddi bir çürütme yapılmamasına rağmen, dramatik bir şekilde değişti. Enflasyon hedeflemesinin (EH) ortaya çıkışı da merkez bankalarının para politikasının enflasyonu kontrol edebilme gücünü ispat etmesi sonucu gerçekleşti (Thornton, 2012: 65-66). Bu bağlamda, para politikasının “*merkez bankalarının enflasyonu kontrol etmek için yapabilecekleri pek az şey olduğu*” inanisından “*enflasyon hedeflemesine*” uzanan ve daha sonra yaşanan ekonomik gelişmeler ile evrimleşen bir süreç olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

EH parasal büyüklükler ile enflasyon gibi amaç değişkenler arasındaki istikrarlı ilişkinin bozulması ile birlikte pek çok ülke tarafından para politikası sistemi olarak uygulanmaya başlanmıştır. EH'nin ortaya çıkışı merkez bankaları için para politikalarının yürütülmesinde heyecan verici bir gelişmedir. Aralık 1989 tarihinde çıkarılan Yeni Zelanda Rezerv Bankası Kanunu, bir para politikası sistemi olarak EH'nin ilk yasal düzenlemesidir. Yeni Zelanda'yı takiben Kanada (1991), İngiltere (1992), İsveç (1993),

Avustralya (1994) ve İspanya (1994) başta olmak üzere, aradan geçen çeyrek asır boyunca pek çok endüstriyel ve gelişmekte olan ülke merkez bankaları EH'yi para politikası sistemi olarak kabul etmiştir. Pek çok merkez bankası da gelecekte bu stratejiyi benimsemeyi düşünmektedir (Mishkin, 1999:18; Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001:1). Nitekim, son yıllarda da Japonya (2013) ve ABD de (2012) bu halkaya katılmış; bu iki büyük ekonomi sayısal bir enflasyon hedefi belirleyerek enflasyon tahminlerini yayımlamaya başlamışlardır (Berg ve diğerleri, 2013: 4).

**Tablo 1: EH Uygulayan Ülkelerin Geçiş Tarihlerindeki Enflasyon Oranları**

Ülke	Geçiş Tarihi	Enf <sub>1</sub>	Enf <sub>2</sub>	Ülke	Geçiş Tarihi	Enf <sub>1</sub>	Enf <sub>2</sub>
Yeni Zelanda	Aralık 1989	3.30	1.1	İzlanda	Mart 2001	4.10	3.9
Kanada	Şubat 1991	6.90	0.9	G. Kore	Ocak 2001	2.9	1.3
İngiltere	Ekim 1992	4.00	2.6	Norveç	Mart 2001	3.60	2.1
Avustralya	Haziran 1993	2.00	2.4	Peru	Ocak 2002	-0.10	2.8
İsveç**	Ocak 1993	1.80	0	Filipinler	Ocak 2002	4.50	3.0
Çek Cum.	Aralık 1997	6.80	1.4	Guatemala	Ocak 2005	9.20	4.3
İsrail	Haziran 1997	8.10	1.5	Endonezya	Temmuz 2005	7.40	6.4
Polonya	Ekim 1998	10.60	1.2	Romanya	Ağustos 2005	9.30	4.0
Brezilya	Haziran 1999	3.30	6.2	Sırbistan*	Eylül 2006	10.8	7.7
Şili	Eylül 1999	3.20	1.8	Türkiye	Ocak 2006	7.70	7.5
Kolombiya	Ekim 1999	9.30	2.0	Ermenistan	Ocak 2006	5.20	5.8
Güney Afrika	Şubat 2000	2.60	5.7	Gana*	May 2007	10.50	11.6
Tayland	Mayıs 2000	0.80	2.2	Arnavutluk	2009	3.70	1.9
Macaristan	Haziran 2001	10.80	1.7	A.B.D	2012	1.5	2.1
Meksika	Ocak 2001	9.00	3.8	Japonya	2013	0.4	0.4

**Enf<sub>1</sub>**: Geçiş tarihindeki enflasyon oranı; **Enf<sub>2</sub>**: 2013 yıl sonu enflasyon oranı

\*Gana 2002, İsrail 1992 ve Sırbistan Eylül 2006 tarihlerinde gayri resmi olarak EH uygulamaya başlamıştır.

\*\*İsveç, EH rejimini 1993'te ilan etmiş; ancak 1995'te uygulamaya başlamıştır.

**Kaynak:** Hammond, 2012; Jahan, 2012; Roger ve Stone, 2005; Roger, 2010; Svensson, 2010 ve ilgili ülkelerin merkez bankalarından derlenmiştir.

Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin ve Adam S. Posen gibi önemli politik iktisatçılar tarafından EH üzerine yazılmış en etkili ve kapsamlı çalışmalardan birinde<sup>2</sup> EH'nin para politikası için oldukça umut verici bir strateji olduğu ve daha fazla sayıda merkez bankası ve hükümetin kullanılabilirliğini takdir etmesi ile bu

<sup>2</sup> Inflation Targeting: Lessons From The International Experience, Princeton University Press, 1999.

stratejinin gelecekte standart bir yaklaşım olacağı tahmin edildiği belirtilmiştir. Bu kapsamlı çalışma, 1998 yılında yazıldığı sırada yalnızca 11 ülke EH sistemini kullanıyordu. Bugün ise dünya çapında 30 civarında ülke EH uygulamaktadır. EH sistemini Avrupa Merkez Bankası (AMB) sistemine dahil olmadan önce para politikası stratejisi olarak kullanmış olan; ancak para birimi olarak Euro'yu kullanmaya başladıktan sonra terk eden *İspanya* ve *Finlandiya* ve *Slovakya* dışarıda tutulursa hiçbir ülke şimdiye kadar EH'yi terk etmemiştir. Ermenistan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya planlı ekonomiden piyasa ekonomisine geçiş aşamasında EH'yi benimsemişlerdir. Bunun yanında, pek çok ülkeyi sabit döviz kuru sistemini terk etmek zorunda bırakan 1997 krizinden sonra gelişmekte olan piyasa ekonomisine sahip çok sayıda ülke EH'yi hayata geçirmişlerdir (Jahan, 2012; Truman, 2003: 4). Bununla birlikte, AMB, İsviçre Merkez Bankası gibi gelişmiş ekonomilerin merkez bankalarının çoğu EH'nin temel unsurlarını uygulamaktadır<sup>3</sup>. Bunlara ek olarak, para politikası sistemlerini tanımlamak için enflasyon hedefini kullanan ancak, bunu para politikasının birincil amacı olarak devam ettiremeyen pek çok ülke mevcuttur<sup>4</sup>.

EH'yi para politikası stratejisi olarak benimsemiş ülkeler IMF üyelerinin %10'undan daha fazlasını oluşturmaktadır. Yine aynı şekilde bu ülkeler, satın alma gücü paritesine göre dünyadaki toplam GSYİH'nin %20'sinden daha fazlasını temsil etmektedir. Afrika, Asya, Avrupa, Kuzey ve Güney Amerika kıtalarında yerleşik bulunan endüstriyel ekonomiler, yükselen piyasa ekonomileri, gelişmekte olan ekonomiler ve geçiş ekonomileri fiili olarak EH uygulayan ülkeler listesi içerisinde (Truman, 2003: 2). Bu nedenle, EH'nin tarihi geçmişi henüz kısa olsa bile kullanımının giderek yaygınlık kazanması, EH'nin sunduğu fırsatların ve kendisinden beklenenleri gerçekleştirebilecek yeterliliğe sahip olup olmadığının araştırılmasını gerekli kılmaktadır.

---

<sup>3</sup> Ancak bu merkez bankaları, düşük enflasyona ulaşılacağı yönünde taahhütte bulunmalarına rağmen açık bir sayısal enflasyon hedefi ilan etmekten kaçınmakta ya da fiyat istikrarının yanı sıra maksimum istihdam ve ılımlı uzun dönem faiz oranları gibi diğer bir takım para politikası amaçlarına sahip olmaktadır.

<sup>4</sup> Bu para politikası rejimi "Yumuşak Enflasyon Hedeflemesi" (Inflation Targeting Light) olarak adlandırılmaktadır. Bu ülkeler sabit döviz kuru sistemine ekonomilerini spekülasyon ataklara açık hale getirdiği için, parasal hedeflemeye ise para talebindeki belirsizlikler nedeniyle sıcak bakmamaktadırlar. Diğer taraftan, sağlam mali pozisyonlarının olmaması gibi kısıtlamalar nedeni ile de tam enflasyon hedefleyicisi de olamamaktadırlar. Yumuşak EH, tek bir nominal çapayı destekleyen yapısal reformların uygulanmasına kadar geçen sürede parasal istikrarı sağlamak amacıyla bir geçiş aşaması yaklaşımı olarak kullanılmaktadır (Jahan, 2012).



## 1.1. Enflasyon Hedeflemesinin Bir Para Politikası Sistemi Olarak Çıkışı

Bir para politikası sistemi olarak EH 25 yıl gibi daha kısa bir tarihe sahiptir. Bu başlık altında EH'nin ortaya çıkışında ve önemli sayıda ülke tarafından para politikası sistemi olarak uygulanmaya konulmasında rol oynayan analitik ve tarihsel gelişmeler üzerinde durularak EH'nin entelektüel alt yapısı ortaya konulmaya çalışılacaktır.

### 1.1.1. Para Politikasında Aktivist Politikaların Gözden Düşmesi

Bundan 45 yıl öncesine kadar politika yapıcılar ve ekonomistler, üretim ve işsizliği her zaman tam istihdam düzeyine yakın tutmayı amaçlayan “aktivist” para politikasını destekliyordu. Aktivist para politikası destekçileri, enflasyon ve işsizlik arasında “Phillips Eğrisi” olarak bilinen uzun dönem bir ilişkinin varlığına inanıyorlardı. Bu görüşe göre, parasal otoriteler belli bir enflasyon oranını kabul ederek düşük bir işsizlik oranını kalıcı olarak koruyabileceklerdi. Pek çok ekonomiste ve politika yapıcıya göre, maksimum istihdam seviyesini sürdürmek için hemen hemen her zaman para ve maliye politikalarının aktif olarak kullanılması mantıklı görünüyordu. Ancak, bu fazla iyimser senaryo gerçekleşmedi. Nitekim, 1960 ve 1970’lerde uygulanan aktivist para politikaları kendilerinden beklenen faydaları gerçekleştirmek yerine, telafisi zor bir ekonomik maliyet gerektiren enflasyonist baskıların ortaya çıkmasına neden oldu. Daha sonra ortaya çıkan entelektüel gelişmeler de güçlü aktivist para politikalarının gözden düşmesine katkıda bulunmuştur. Bu amaca hizmet eden üç gelişmeden söz etmek mümkündür (Bernanke ve diğerleri, 1999: 11-12):

*i) Milton Friedman'nın para politikasının yalnızca uzun ve değişken gecikmelerle çalıştığını ileri sürdüğü “parasal kritik”.*

*ii) İlk kez Friedman ve Edmund Phelps tarafından savunulan uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında bir değiş tokuş ilişkisinin olmadığına dair görüş,*

*iii) Para politikasının etkinliği açısından merkez bankasının güvenilirliğinin potansiyel öneminin kavranması.*

Aktivist politikaların gözden düşmesinde önemli katkısı olan *ilk gelişme* para politikasının etkilerinin önemli gecikmeler ile ortaya çıktığını ileri süren *kritiktir*. Milton Friedman'ın kritiğinde ifade etmek istediği şey, para politikasının ekonomi üzerinde güçlü etkiler meydana getiremediği değil, yalnızca bu etkilerin hemen ortaya çıkmadığıdır. Buna göre, para politikasının söz konusu bu etkilerinin uzun bir süre sonunda ortaya çıkacağı (altı ay ile on beş ay arasında değişebilen) ve bu gecikmenin ekonomideki mevcut duruma göre öngörülemez bir şekilde değişebileceğidir. Özellikle de politik otoritelere bağımlı merkez bankalarının ekonomiyi canlandırma için para politikası araçlarını (faiz oranı vb) aşırı manipüle etme eğilimleri, para politikası aktarım mekanizmasında yaşanan gecikmeler ile birleşince telafisi maliyetli ekonomik sonuçların ortaya çıkmasına yol açabilmektedir. Friedman (1968: 15-16)'a göre, parasal otoritelerin başarısız oldukları nokta, gayet açık bir şekilde eylemleri ile bu eylemlerin ekonomi üzerindeki etkilerinin ortaya çıkmaya başlaması arasındaki gecikmeyi hesaplayamamalarıdır. Parasal otoriteler eylemlerini bugünün koşullarına göre belirleme eğilimindedirler. Hâlbuki parasal eylemler ekonomiyi ancak altı, dokuz, on iki ya da on beş ay sonrasında etkileyebilecektir. Örneğin, ekonomide işsizliğe karşı uygulanacak bir politika tedbiri alınırken bu politikanın etkilerinin belirmeye başladığı dönemde işsizlik probleminin ortadan kalkmış olabileceği ihtimali dikkate alınmadan para politikası tasarlanırsa ileriki dönemde ekonominin aşırı ısınması sonucu enflasyon probleminin ortaya çıkmasına zemin hazırlanmış olur. Daha sonra ortaya çıkan enflasyon problemi ile mücadele için bir politika değişimi kaçınılmazdır. Sonuç olarak, başlangıçta istikrarsızlığın azaltılması yönündeki bu girişimler daha sonra ekonomik istikrarsızlığın artmasına yol açabilecektir. Böylelikle, uzun politika gecikmeleri ve kısa politika ufku arasındaki etkileşimler nedeniyle aktivist para politikası istikrarsızlıkların ana kaynağı olabilecektir.

Aktivist para politikasına *ikinci darbe* ise yine Friedman tarafından gelmiştir. Phillips Eğrisi'nin etkinliğinin zirvede olduğu 1968 yılında Amerikan Ekonomi Derneği'ne (American Economic Association) verdiği "*Para Politikasının Rolü (The Role of Monetary Policy)*" başlıklı başkanlık dersinde Friedman, eğrinin saçma olduğunu ya da en iyi ihtimalle çok kısa dönemde geçerli olabileceğini söylemiş, daha yüksek enflasyon oranları kabul edilerek işsizlik oranlarının sürekli olarak düşürülebileceği varsayımını eleştirmiştir (Phelan, 2012). Friedman (1968: 8), Phillips eğrisinin çok basit bir eksikliği olduğunu-reel

ve nominal ücretleri birbirinden ayırmakta başarısız olduğunu ifade ederek beklentilerin önemine vurgu yapan şu sözleri sarf etmiştir:

*“Örtük bir şekilde, Phillips, makalesini herkesin nominal fiyatların istikrarlı kalacağını beklediği ve bu beklentinin gerçek fiyat ve ücretler ne olursa olsun değiştirilmeyeceği, sabit kalacağı bir dünya için yazmıştır.”*

Friedman’a göre, uygulanan genişlemeci politikalar yalnızca kısa dönemde işsizlik oranlarının düşürülmesini sağlayacaktır. Örneğin, doğal işsizlik oranının %3, fiyatların istikrarlı ve piyasa işsizlik oranının %3’ün üzerine olduğu bir ekonomide, piyasadaki işsizlik oranını, *doğal oranın (natural rate)* altına çekmeye çalışan bir parasal otorite başlangıçta genişlemeci bir politika izleyerek parasal büyüme oranını yükseltir. Ekonomiye insanların arzu ettiğinden daha fazla para sürülmesi ile başlangıçta faiz oranları düşme eğilimine girer harcamalar (toplam talep) artar (Friedman 1968: 9-10).

Üreticiler, toplam talepteki bu yükselişe üretimi ve mevcut işçilerin çalışma saatlerini arttırarak, işsizlere ise yasal nominal ücret düzeyinde iş sağlayarak uyum sağlarlar. Bu nedenle, artan talep başlangıçta fiyatlardan ziyade üretim ve istihdamda artışa yol açar. Ancak bunlar yalnızca başlangıç etkileridir (Friedman 1968: 10).

Tipik olarak ürünlerin satış fiyatları, nominal talepteki beklenmeyen artışa, üretim faktörlerinin fiyatlarına göre daha hızlı tepki vermektedirler. Bu durum, reel ücretlerin düşmesine yol açmaktadır. Ancak işçiler reel ücretlerini önceki fiyat seviyelerine göre değerlendirdiklerinden, reel ücretlerin yükseldiği yanılgısına kapılırlar. İşte istihdamın artmasına neden olan işverenlerin reel ücretlerin azalmasından dolayı daha fazla işçi istihdam etmeleri ve işçilerinde reel ücretleri yükseldiği düşüncesi ile cari nominal ücret düzeyi üzerinden daha fazla işgücü arz etmeleridir. Ancak, reel ücretlerdeki aşınma eninde sonunda işçiler tarafından fark edilecek ve daha hızlı bir nominal ücret artışı talep edeceklerdir. Bu noktada “piyasa” işsizliği doğal seviyenin altında ve işgücüne aşırı bir talep söz konusu olduğundan reel ücretler başlangıç seviyesine doğru yükselmeye başlayacaktır. Yüksek parasal büyüme oranı devam etse bile reel ücretlerdeki yükselme işsizlikteki düşüşü tersine çevirecek ve işsizlik önceki seviyesine geri dönecektir. Sonuç olarak, parasal genişleme üretim ve istihdam seviyesini etkileyemezken, enflasyon hiç

gerek yokken hızlandırmış ve enflasyonist bir süreç üretilmiş olacaktır. Ters durumda, yani para otoritesinin doğal seviyenin üzerinde bir işsizlik oranı hedeflediği durumda ise bir deflasyon süreci üretilecektir. Bu örnek, doğal oranının altının ya da üstünün hedeflenmesi durumunda reel bir getiri elde edilemeyeceğini, enflasyon ve işsizlik arasında uzun dönemde herhangi bir değiş tokuş ilişkisinin olmadığını göstermektedir. Friedman parasal otoritenin faiz ya da işsizlik için doğal oranın hedeflemesi durumunda da bazı sıkıntıların söz konusu olduğunu ifade etmektedir. Bunlardan en önemlilerinden bir tanesi *doğal oranın* ne olduğunun para otoritesi tarafından bilinemeyeceğidir. Ayrıca doğal oran zaman içerisinde değişebilmektedir. Diğer taraftan, doğal oranın ne olduğu para otoritesi tarafından bilinse ve piyasa oranını doğal orana eşitlemek için girişimde bulunulsa bile uygun bir politika takip edilemeyecektir. Bunun nedeni piyasa oranının para politikası dışında kalan pek çok faktör nedeni ile doğal orandan sapma gösterecek olmasıdır (Friedman 1968: 10).

Aktivist politikalara yönelik güvenin sarsılmasında rol oynayan *üçüncü gelişme ise* para politikasında zaman tutarsızlığı ve güvenilirliğe vurgu yapan çalışmalar olmuştur. 1960'ların sonu ve 1970'lerin başından itibaren beklentilere özel bir önem atfedilmesi bu gelişmenin temelini oluşturmaktadır. Para politikasında zaman tutarsızlığı ve para politikasının güvenilirliği, başta Kydland ve Prescott (1977) ve Barro ve Gordon (1983) olmak üzere pek çok çalışmaya konu edilmiştir. Kydland ve Prescott (1977) ve Barro ve Gordon (1983) ekonomik aktörlerin rasyonel beklentilere sahip olduğunu varsayan Lucas'ın "*Rasyonel Beklentiler Hipotezini*" ve beklentilerin politikaların ekonomik performans üzerinde meydana getireceği sonuç üzerinde çok önemli etkileri olduğunu ileri süren Friedman ve Phelps'i takip etmişlerdir. Barro ve Gordon (1983) çalışmasında, ihtiyari davranan bir politika yapıcının hükümet gelirlerini yükselten ve işsizliği düşüren bir sürpriz enflasyon oluşturarak ekonomik aktörleri sistematik olarak yanıltamayacağını ileri sürmektedir. Kydland ve Prescott (1977: 473-475) ve Barro ve Gordon (1983: 589-591)'e göre, rasyonel davranan ekonomik birimler dengede beklentilerini rasyonel biçimde şekillendirmektedir. Buna göre ekonomik birimler para politikası bir kez uygulandığında onun karakteristiğini anlayabilecekler ve beklentilerini buna göre şekillendireceklerdir. Böylelikle, izlenen sürpriz politika sonucu işsizlik aynı seviyesinde kalırken enflasyon aşırı yükselecektir. Sonuç olarak, başlangıçta ne kadar düşük enflasyon oranına dair taahhütte bulunulursa bulunulsun inandırıcı olmayacak ve politika yapıcıların

benimsedikleri aktivist kural arzu edilen hiçbir sonuca ulaşamayacaktır. Bunun anlamı işsizlik oranının para politikasından bağımsız olduğudur.

İşte enflasyon ve işsizlik arasındaki olduğu düşünülen uzun dönem ilişkinin gerçekte var olmayışı aktivist para politikası açısından da önemli sonuçlar içermektedir: Genişlemeci para politikasının faydaları (düşük işsizlik gibi) büyük ölçüde geçici iken, ekonomiye yüklediği maliyet (esas olarak yüksek enflasyonun ekonomi üzerinde meydana getirdiği olumsuzluklar) ise dengeleyici bir politika ile telafi edilmediği sürece kalıcı olma eğilimindedir. Friedman'ın ulaştığı bu sonucun başka bir şekilde ifadesi, uzun dönemde merkez bankasının sistematik olarak etkileyebileceği tek makroekonomik değişkenin enflasyon oranı olduğudur. Para politikasının herhangi bir zaman periyodu boyunca işsizlik oranlarını ortalama olarak azaltmak için kullanılması mümkün değildir (Bernanke ve diğerleri, 1999: 13-14).

Ancak bu, para politikasının çıktı ve istihdam üzerinde güçlü etkiler meydana getirdiğini ya da çıktı ve istihdamı istikrara kavuşturmak için kullanılabileceği zamanlar olduğunu inkâr etmek anlamına gelmemektedir. Daha ziyade, para politikasının ulaşamayacağı sonuçların neler olduğu konusundaki farkındalık, pek çok para politikası yapıcısını özellikle de uzun dönemde fiyat istikrarına odaklı EH sistemine itmiştir. Ayrıca, ekonomik durgunluk dönemlerinde para politikasının bir şeyler yapması gerektiği şeklinde ortaya çıkan politik baskı düşünüldüğünde, politikacıların ve politika yapıcıların aktivist politikalarından tamamen uzak durmaya ikna edilebileceğini düşünmek gerçek dışıdır. Esasında pek çok EH merkez bankası, uzun dönem fiyat istikrarı hedefini gözetme koşulu altında, kısa dönem politika amaçlarına yönelik olarak para politikasını kullanabilmektedir (Bernanke ve diğerleri, 1999: 15-16).

### **1.1.2. Enflasyonun Ekonomik Maliyetlerinin Anlaşılması**

Fiyat istikrarının para politikasının birincil amacı olarak kabul edilmesinin bir diğer sebebi, ekonomistler ve merkez bankacıları arasında giderek yaygınlaşan, düşük enflasyonun uzun dönemde ekonomik etkinliğin ve büyümenin artmasına yardımcı olduğu inancıdır (Bernanke ve diğerleri, 1999: 16). Fed eski başkanı Greenspan 24 Ocak 1989 tarihinde yaptığı bir konuşmasında “*fiyat seviyesindeki beklenen değişimlerin, önemli*

*ekonomik kararları etkilemeyecek kadar önemsiz olduğu, yeteri kadar istikrarlı bir fiyat düzeyi” şeklinde tanımladığı fiyat istikrarını para politikasının merkezine alarak devam edeceklerini ve en sonunda ona ulaşacaklarına vurgu yaparak bir anlamda düşük enflasyonun ekonomi için önemini ön plana çıkarmıştır (Greenspan, 1989: 7).*

1960’lar ve 1970’lerde enflasyonun hızlı bir yükseliş göstermesi ile birlikte enflasyonun ekonomik maliyetleri ekonomistler, politikacılar ve halk tarafından tartışılmaya başlanmıştır (Mishkin, 2011: 4). Enflasyon öncelikle belirsizliği arttırarak büyüme oranlarını negatif yönde etkilemektedir. Diğer taraftan, bir takım sosyal sonuçları da beraberinde getiren *yeniden dağıtım etkisi* meydana getirmektedir (Bernanke ve diğerleri, 1999: 16). Ayrıca enflasyon kaynak dağılımındaki etkinliği bozmaktadır. Daha açık bir ifade ile yüksek enflasyon nispi fiyatlar ve gelecekteki fiyat seviyesi hakkındaki belirsizliği arttırarak bireylerin ve firmaların etkin olmayan yatırım kararları almalarına sebep olmakta ve bu kararlar ekonomik etkinliği azaltmaktadır (Mishkin, 2011: 4).

Yeni Keynesyen Makro Model’de enflasyonun tahsis etkinliğini bozmasına önemli bir vurgu yapılmaktadır. Buna göre, enflasyonun pozitif olduğu bir ekonomide, bazı firmalar fiyatlarını her dönem yükseltmek zorunda kalmaktadırlar. Bazı firmalar ise, her dönem enflasyona göre fiyat ayarlaması yapmayı maliyetli bulmaları vb. nedenlerle fiyatlarını her dönem değiştirememektedirler. Bunun sonucunda, nispi fiyatlar firma ya da sektör düzeyindeki şoklardan bağımsız bir şekilde değişmektedir. Nispi fiyatlardaki bu bozulma, mal çeşitlerinin optimal olmayan miktarlarda üretilmesine neden olmaktadır. Böylelikle, Yeni Keynesyen Makro Model’e göre enflasyon, firmalar ve sektörler arasında kaynak tahsis etkinliğini bozmaktadır (Gali, 2010: 11).

Ayrıca beklenen ve beklenmeyen enflasyonun vergi sistemi üzerinde bazı bozulmalar meydana getirdiği bilinmektedir. Bazı ekonomistlere göre, enflasyon nakit para üzerinden alınan bir vergi gibi çalışarak paranın bir değişim aracı olma özelliğini kaybetmesine yol açmaktadır (Mishkin, 2011: 4). Diğer bir grup ekonomist ise enflasyonun senyoraj formunda bir gelir kaynağı olduğunu vurgulamaktadırlar (Truman, 2003: 18).

Özetle, enflasyon ekonomik performansın kötüleşmesine neden olan bir problemdir. Ancak, enflasyon ve genel ekonomik performans arasında direk bir bağlantıyı ampirik olarak ortaya koymak çok zordur. Her şeyin ötesinde, enflasyon pek çok kuvvetin etkileşimi neticesinde ortaya çıkmaktadır. Nadiren de olsa, enflasyonda arz şokları ya da politik istikrarsızlık gibi faktörlerle ilintili olmayan değişimler görülebilmektedir. Sonuç olarak, enflasyonun reel ekonomik performans üzerindeki doğrudan etkisini ölçebilecek tamamen sağlam bir test yürütmek neredeyse imkansızdır (Bernanke ve diğerleri, 1999: 18).

Bununla birlikte, yüksek enflasyonu düşük verimlilik ve düşük büyüme oranları ile ilişkilendiren ampirik çalışmalar mevcuttur. Örneğin, Fischer (1993) 100 puan daha fazla bir enflasyon oranına sahip bir ülkenin diğer ülkeye göre (örneğin, birinci ülke %110, ikinci ülke %10) %3.9 daha düşük bir büyüme oranına sahip olacağını ampirik olarak kanıtlamıştır. Aynı çalışmaya göre, enflasyon ile verimlilik artışı arasında güçlü bir negatif korelasyon mevcuttur. Buna göre, enflasyondaki %100'lük bir artış, verimlilik artışında yıllık % 1.8 oranında bir azalmaya neden olmaktadır (Fischer 1993: 15-17). Genel olarak, yapılan ampirik çalışmalarda enflasyon ve büyüme arasında negatif korelasyon bulunmaktadır. Enflasyonun büyüme üzerinde meydana getireceği uzun dönemli negatif etki büyüdükçe, para politikasının birincil amacı olarak fiyat istikrarına odaklanması o kadar gerekli olmaktadır.

Yüksek enflasyon dünya genelinde farklı zaman periyotlarında, zengin, orta gelirli ve fakir ülkelerde yaşanmıştır. Farklı mali politikalara, kurumlara, kültürel alt yapıya, uluslararası ticaret konusunda değişik düzenlemelere ve son olarak farklı büyüme oranlarına sahip ülkelerde yüksek enflasyon olgusu ortaya çıkmıştır. Ancak, birbirlerinden her alanda değişik özelliklere sahip olmalarına rağmen yüksek enflasyonun ardından bu ülkeler benzer şekilde düşük enflasyon oranlarına sahip olmuşlardır. Bunun nedeni, bu ülkelerde enflasyonun ekonomi üzerindeki maliyetlerinin farkına varılmış, ciddi bir enflasyon karşıtlığı oluşmuş ve buna yönelik parasal düzenlemelere gidilmiş olmasıdır. Yüksek enflasyon ve hiperenflasyon yaşamış ülkeler, enflasyonun reel ekonomik zararları konusunda daha fazla duyarlılığa sahip olmakta ve güçlü bir anti-enflasyonist tutum sergilemektedirler. Bu nedenle, yüksek enflasyon geçmişi olan bu ülkeler, politika yapıcıların enflasyonist eylemlerini kısıtlayıcı bazı kurumsal düzenlemeler ile enflasyon

hedefini para politikasının merkezine yerleştirmektedirler. Almanya bu durumun en tipik örneği olarak anılmaktadır (Guerrero, 2006: 74).

Hızlı enflasyon dönemlerinin ekonomide oldukça yıkıcı etkiler meydana getirdiği açıktır. Ancak, son yıllarda nispeten düşük enflasyon oranları (%10'un altı) ekonomistler ve merkez bankaları tarafından bir problem olarak görülmektedir. Hemen hemen bütün endüstrileşmiş ülkelerde son yirmi yıldır yürütülen sıkı enflasyon karşıtı politikalar bunun bir göstergesi niteliğindedir (Bernanke ve diğerleri, 1999: 18). Bu doğrultuda ortaya çıkan en önemli gelişmelerden bir tanesi Maastricht Anlaşması'nın AMB'nin birincil amacı olarak fiyat istikrarını şart koşmasıdır. Bu nedenle AMB, EH'nin ana unsurlarını kendi para politikası prosedürüne entegre etmek durumunda kalmıştır (The Maastricht Treaty, 1992: 3).

### **1.1.3. Nominal Çapaya Olan İhtiyaç**

1970'lerden bu yana pek çok merkez bankası para politikasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğuna inanmaktadır. Fiyat istikrarı konusunda hakim olan bu inanış, yüksek enflasyon ve konjonktür dalgalanmalarında ani yükseliş ve düşüş döngülerinin (boom-bust cycles) ekonomi üzerine negatif yansımalarının geniş ölçüde fark edilmesi sonucu oluşmuştur. 70'li yıllara kadar merkez bankaları genellikle geniş yükümlülüklerle ya da farklı amaçlar arasında ki değiş tokuş ilişkilerinin yanlış yorumlanması ile karşı karşıya kalmıştır. Bu dönemde, fiyat istikrarına ulaşılmasında nominal çapanın önemine vurgu yapan çalışmalar ortaya çıkmıştır (Friedman, 1968; Lucas, 1972) ortaya çıkmıştır (Ftiti ve Hichri, 2014: 24).

Böylelikle, bir nominal çapaya olan ihtiyaç EH'nin üçüncü gerekçesi olarak ortaya çıkmış oldu. Aktivist politikaların gözden düşmesi ve ılımlı enflasyonun dahi meydana getirebileceği olumsuz sonuçlar hakkındaki endişelerin artması, EH'nin merkez bankaları tarafından bir para politikası sistemi olarak algılanma derecesini arttırmış olsa da bunların hiç biri bu politika yaklaşımını haklı çıkarmak için yeterli olmamıştır. Enflasyon hedeflemesi için en güçlü argüman, esasında, para politikasına ekonomistlerin "nominal çapa" olarak adlandırdıkları bir unsuru sağlamasıdır. Bir merkez bankasının uzun dönemli birincil amacına ulaşmaktaki etkinliği, diğer bir takım unsurların yanında, büyük ölçüde



yeterli bir nominal çapanın tesisine bağlıdır. Nominal çapa en basit haliyle, *para otoritesi tarafından fiyat düzeyini belirli bir dönem için spesifik bir değere bağlamak amacıyla kullanılan nominal bir değişkendir* (Bernanke ve diğerleri, 1999: 19). EH'nin görevi nominal bir çapa, diğer bir ifade ile para politikası yapıcılarının fiyat seviyesini belli bir değere bağlamak için kullanabilecekleri nominal bir değişken sağlamaktır.

Nominal çapaya bir ülkenin para biriminin değeri üzerine bir kısıtlama getirmek amacıyla ihtiyaç duyulur. Teknik bir ifade ile nominal çapa, fiyat istikrarı için gerekli olan fiyat seviyesinin belirlenmesini sağlayan koşulları oluşturmaktadır. Esasında fiyat istikrarının sağlanmasına yardım edebilmesinin nedeni, ülke parasının değeri üzerine getirdiği kısıtlama ile doğrudan enflasyon beklentilerini sabitleyebilmesidir (Mishkin, 1999: 1). Nominal değişkeni belli bir aralıkta tutan bir nominal çapaya bağlı kalmak, doğrudan düşük ve istikrarlı enflasyon beklentilerine yol açarak fiyat istikrarını destekler. İstikrarlı enflasyon beklentileri ile piyasalar para politikası yapıcılarının yapacakları işin çoğunu yapmış olurlar. Çünkü düşük ve istikrarlı enflasyon beklentileri fiyat ve ücret belirleme davranışlarının istikrarlı olması sonucunu doğurur ki, bu da hem enflasyon seviyesini hem de enflasyon oynaklığını düşürür (Mishkin, 2006a: 5).

Rasyonel beklentiler devrimi, zaman tutarsızlığı probleminin farkına varılması ile birlikte nominal çapanın öneminin kavranmasına yol açmıştır (Mishkin, 2006a: 11). Daha geniş olarak düşünüldüğünde nominal çapa, ihtiyari politikalara bir kısıtlama getirdiğinden Kydland ve Prescott (1977) ve Barro ve Gordon (1983)'e göre zaman tutarsızlığı probleminin zayıflatılmasına yardımcı olur ve uzun dönemde fiyat istikrarı hedefini daha kolay ulaşılabilir kılar. Onlara göre, optimal para politikası aşırı genişlemeci politikalar izleyerek enflasyon ve işsizlik arasındaki kısa dönem değiş-tokuş ilişkisini kullanmamalıdır. Çünkü ücret ve fiyat kararları işçilerin ve firmaların para politikası hakkındaki bekleyişlerini yansıtmaktadır. Yani, merkez bankasının genişlemeci bir politika izlediğini gördüklerinde, işçiler ve firmalar enflasyon beklentilerini yükseltecek ve ücret ve fiyatları yukarı çekeceklerdir. Ücret ve fiyatlardaki bu yükseliş, enflasyonun artmasına neden olacak; ancak üretim ortalama olarak aynı kalacaktır. Buna rağmen, para politikası yapıcıları yine de firmaların ya da bireylerin beklediğinden daha genişlemeci olan ihtiyari politikalar izleme eğilimindedirler. Bunun nedeni böylesi politikaların kısa dönemde, üretimi arttırması ve işsizliği ise azaltmasıdır. Para politikası yapıcılarının böyle bir

politikayı uzun dönemde uygulamaları ise mümkün değildir. Çünkü kısa dönemde ekonomiyi canlandırma amacı taşıyan bu zaman tutarsız politikaların uzun dönemdeki tek getirisi yüksek enflasyondur (Mishkin, 2006a: 12; Mishkin, 1999: 1).

EH ilan edilen enflasyon hedefleriyle para politikası için bir nominal çapa sağlayarak, politika yapıcıların niyetlerini kamu ile paylaşmalarına yardım eder ve merkez bankaları ve hükümetin üzerinde belli bir derece hesap verebilirlik ve disiplin sağlar. Örneğin, para politikasının kısa dönemli istikrar amaçlarına yönelik olarak kullanıldığı durumlarda, uzun dönem enflasyon hedefinin tehlikeye atılmaması gerektiği konusundaki sınırlama, politika yapıcıları aldıkları kısa dönemli bu önlemlerin uzun dönemde ortaya çıkabilecek sonuçlarını göz önüne almaya zorlar. Bu durum politika yapıcıların tercihlerinde belki başka bir durumda sergilenemeyecek kadar bir tutarlılık ve akılcılık sağlar. Nominal çapa hem merkez bankalarının kendi kendini denetleyebileceği hem de piyasaların beklentileri için bir referans alacağı bir odak noktası oluşturur.

Özetle; güçlü bir nominal çapa, merkez bankalarının uzun dönemli politikalara odaklanmalarına, uzun dönem fiyat istikrarı amacı ile tutarsız olan kısa dönem genişlemeci politikalar izlemeleri için yapılan politik baskılara ve kısa dönemde üretimi ve istihdamı arttırmak olan, ancak uzun dönemde sonucu yalnızca enflasyon olan politika üretme eğilimine karşı merkez bankalarının daha dirençli olmalarına yardım eder (Martinez, 2008: 86).

Nominal çapanın seçimi gelir dağılımı ve gelecek istikrar politikalarının kredibilitesi gibi diğer ekonomik değişkenler üzerinde önemli etkiler meydana getirebilir (Gould, 1999: 3). Bu bağlamda enflasyon hedefinin para politikasının nominal çapası olarak seçimi bazı gelişmeler neticesinde olmuştur. Daha önce ortodoks istikrar politikaları para arzını nominal çapa olarak denemişlerdir. Heterodoks istikrar programları ise döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmaya çalışmışlardır. Parasal hedeflemenin para ve enflasyon arasındaki ilişkinin istikrarsız olması nedeni ile güçlü bir nominal çapa olarak işlevselliği ortadan kalkmıştır. 1970'lerin sonu ve 1980'lerin başlarında uygulanan ortodoks istikrar planlarının örnekleri arasında ABD, Almanya, Japonya ve İsviçre yer almaktadır (Martinez, 2008: 86; Mishkin, 2006a: 13). Diğer taraftan, döviz kuru hedeflemesi ise bağımsız bir para politikası yürütebilecek politik ve parasal kurumlara

sahip olmayan ülkeler için bir çıkış yolu olmasının yanında oldukça tehlikeli bir stratejidir. Çoğunlukla gelişmekte olan ülkelerde uygulanan döviz kuru hedeflemesi, finansal kırılganlığı ve ekonomi için oldukça yıkıcı geniş çaplı finansal krizlerin ortaya çıkma ihtimalini arttırmaktadır (Mishkin, 1999: 6). Döviz kuru hedeflemesine dayalı uygulanan istikrar programlarının örnekleri arasında Arjantin (1978, 1985 ve 1991), Brezilya (1986), Meksika (1987) ve Uruguay (1990) yer almaktadır (Martinez, 2008: 86).

Anlaşılabacağı üzere, enflasyon hedefleri pek çok durumda diğer para politikası stratejileri başarısızlığa uğramasının ardından sahneye çıkarılmıştır. Örneğin Kanada Merkez bankası başkanının “ *parasal hedefleri biz terk etmedik, onlar bizi terk etti*” sözü durumu özetler niteliktedir (Allen, 1999). Nominal çapa olarak kullanılan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinin kendilerinden beklenen sonuçları yerine getirmekte başarısız olmaları, yeni bir nominal çapa arayışını beraberinde getirmiştir. EH, para politikasına güçlü bir nominal çapa sunan sağlam bir stratejidir. Hedef olarak düşük enflasyon oranları yerine ılımlı enflasyon oranları seçilse bile EH stratejisi hala kullanışlı bir para politikası stratejisi olmaya devam edecektir. Bunun arkasında yatan sebep belki de düşük enflasyon oranlarının ekonomi için pek de yararlı olmadığı biliniyor oluşudur. Bunun yanında enflasyon hedeflemesi bir dereceye kadar aktivist politikaların uygulanmasına izin vermektedir. Bu strateji fiyat istikrarı dışındaki amaçların çok daha disiplinli ve tutarlı bir şekilde izlenmesine izin veren bir sistem sunmaktadır (Bernanke ve diğerleri, 1999: 19).

Yapılan açıklamalar ışığında, fonksiyonel bir para politikası sistemi olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin altyapısının altı temel düşünce ve kanıta dayandığını söylemek mümkündür (Truman, 2003: 17-18):

- Ekonomistlerin enflasyonun ekonomik maliyetleri hakkındaki geleneksel teorileri,
- Yüksek enflasyonun orta dönemde büyümenin azalmasına yol açtığına istatistiksel olarak ispatlanması,
- Diğer çapaların başarısızlığa uğraması sonucu yeni bir çapa için arayışı içinde olunması,
- Alternatif para politikası rejimleri üzerine yapılan araştırmalar,

- Uygun küresel makroekonomik ortam,
- Artan durgunluk riskine karşı bir savunma mekanizması olarak enflasyon hedeflemesinin kullanılabilirliği hakkında artan farkındalık.

**Tablo 2: Ülkelerin EH'den Önce Kullandıkları Nominal Çapalar**

Ülke	Önceki Nominal Çapa	Ülke	Önceki Nominal Çapa
Yeni Zelanda	Yok	İzlanda	Döviz Kuru
Kanada	Yok	Güney Kore	Para Arzı
İngiltere	Yok	Norveç	Döviz Kuru
Avustralya	Yok	Peru	Para Arzı
İsveç**	Döviz Kuru	Filipinler	Döviz Kuru ve Para Arzı
Çek Cumhuriyeti	Döviz Kuru ve Para	Tayland	Para Arzı
İsrail	Döviz Kuru	Endonezya	Para Arzı
Polonya	Döviz Kuru	Romanya	Para Arzı
Brezilya	Döviz Kuru	Macaristan	Döviz Kuru
Şili	Döviz Kuru	Türkiye	Döviz Kuru
Kolombiya	Döviz Kuru	Meksika	Para Arzı
Güney Afrika	Para Arzı	Gana*	Para Arzı

**Kaynak:** Pétursson, Thórarinn G. 2004: 62.

## 1.2. Enflasyon Hedeflemesi: Teori ve Uygulama Çerçevesi

EH Reel Konjonktür Teorisi ile Yeni Keynesyen İktisat arasındaki metodolojik yakınlaşmanın sonucu olarak ortaya çıkan yeni düşünce okulu Yeni Neoklasik Sentez'in para politikası stratejisi önerisidir (Akyazı ve Ekinci, 2009: 3). Neoklasik Sentez'e göre para politikası kuralları üzerine araştırmaların çoğunu yönlendiren ve üzerinde büyük ölçüde uzlaşa sağlanan beş makroekonomik prensipten bahsetmek mümkündür. *İlk prensip*, reel GSYİH'nin uzun dönem büyüme trendinin en iyi modern neoklasik büyüme teorisi tarafından açıklanabildiğidir. *İkincisi*, enflasyon ve işsizlik arasında uzun dönemde bir ilişkinin olmadığıdır<sup>5</sup>. *Üçüncü prensip*, enflasyon ve işsizlik arasında kısa dönemde bir değiş tokuş ilişkisinin var olduğudur. Kısa dönemde var olan bu değiş tokuş ilişkisinin sebebi ve bu ilişkinin yapışkan fiyatlardan ya da eksik bilgiden kaynaklanıp kaynaklanmadığı hakkında hala tartışmalar devam etmektedir. Bu ilişki, para

<sup>5</sup> Kanıt olarak A.B.D'nin deneyimlerine atıf yapılmaktadır: 1950'li yıllarda enflasyon düşükken işsizlik de aynı şekilde düşüktü; 1960'ların sonu ve 1970'lerde enflasyon oldukça yüksek oranlardayken işsizlik ise 1950'lerde olduğu seviyeden daha düşük değildi. Son olarak, 1990'larda enflasyon yeniden düşükken, işsizlik 1970'lerdeki seviyesinden daha yukarılarda değildi (Taylor 1998: 3-4).

politikasındaki değişikliklerin işsizlik üzerinde uzun dönemde nötr olmasına rağmen, kısa dönem etkiye sahip olduğu anlamına gelmektedir. *Dördüncü prensip ise*, geleceğe yönelik beklentilerin para politikasında çok önemli bir yere sahip olmasıdır. Bu dört prensip birlikte beşinci prensibi yani EH'yi işaret etmektedir. *Beşinci prensibe göre*, parasal otorite bir enflasyon hedefi seçmeli ve para politikası aracını gerçekleştiren enflasyon oranının hedefe yakınlaştıracak şekilde ayarlamalıdır (Taylor 1998: 3-4;).

Takip eden kısımda bir para politikası sistemi olarak EH'nin teorik ve uygulama özellikleri üzerinde durulacaktır.

### **1.2.1. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı**

Literatürde EH'nin özelliklerine göre değişebilen çeşitli tanımlamalar yapılmaktadır. Örneğin Genberg (2002), para politikasının amaçlarının ilan edilmesi şeklinde sade bir EH tanımı yapmıştır. Bernanke ve Mishkin (1997: 2)'e göre ise EH, en basit haliyle, orta vadeli enflasyonun sayısal olarak belli bir seviyede (nokta hedef) ya da bu seviye etrafında (bant aralığı) tutulmaya çalışılacağına hükümet, merkez bankası ya da her ikisi tarafından resmi olarak kamuoyuna ilan edilmesidir. Walsh (2008: 19)'e göre ise EH, basit şekliyle merkez bankasının bir enflasyon hedefini resmen ilan etmesi ve belirlenen süre sonunda ilan ettiği bu hedefe ulaşabilecek şekilde politika aracını ayarlamasıdır.

Tanımlardan da anlaşılacağı gibi EH, genel anlamda, merkez bankasının tek başına ya da hükümet ile birlikte, belli bir dönem için belirlediği bir enflasyon hedefini kamuoyuna ilan etmesine dayanan bir para politikası sistemidir. Diğer taraftan uygulamadaki özelliklerine bakarak bu tanımı daha da genişletmek mümkündür: Örneğin, Svensson (1995), EH'yi *açık bir şekilde* enflasyonu, *örtülü* olarak da üretim/işsizliği hedefleyen bir para politikası rejimi olarak yorumlamaktadır. Buna göre, EH'de para politikasının birincil ve öncelikli amacı fiyat istikrarıdır. Ancak, gerekli hallerde merkez bankası üretim ve işsizlikte meydana gelen dalgalanmalar ile de ilgilenebilmektedir<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Bu tanım ileride ayrıntılı biçimde ele alınacak olan "esnek enflasyon hedeflemesi" ne tekabül etmektedir.

Bu yaklaşımın daha operasyonel bir tanımı şu şekilde yapılabilir: EH, enflasyon tahminini para politikası ara hedefi olarak zorunlu şekilde kullanan, politikayı şeffaf bir çerçeve içinde yürüten ve hesap verebilirliği garanti altına alan bir sistemdir (Truman, 2003: 8). EH’de merkez bankası orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefini (nokta ya da bant aralığı<sup>7</sup>) gerçekleştirmek için taahhütte bulunmaktadır. Hedeflenen enflasyon genellikle tüketici fiyat endeksi ya da tüketici fiyat endeksinin bazı geçici etkileri dışarıda bırakan bir varyasyonudur<sup>8</sup>. Taahhütte bulunulan bu hedef enflasyon oranı belli bir dönem için yapılan enflasyon tahminlerine dayanmaktadır (Svensson, 1999a: 624; Martinez: 2008: 88).

EH’yi içerdiği boyutlar bağlamında değerlendirmek, bu sistemin daha iyi anlaşılmasını sağlamak açısından önem arz etmektedir. Bu bağlamda, EH’de para politikasının öncelikli amacının neden “enflasyon” olduğu üzerinde durmak gerekmektedir. Aslında, para politikası hakkında yaygın olarak kabul edilen görüş, enflasyonun niçin para politikasının öncelikli amacı olduğuna dair bize bir gerekçe sunmaktadır. Bu görüşe göre, para politikası orta vadede esas itibari ile enflasyon üzerinde etkili olabilmektedir. Yani para politikası orta vadede ekonomik faaliyetteki büyüme oranını ya da ekonomik aktivitenin seviyesini ya çok az etkilemekte ya da hiç etkileyememektedir. Ancak, kısa vadede para politikası hasıla ve kapasite kullanım oranı üzerinde etkili olabilmektedir.

Para politikasının orta ve uzun vadede enflasyon üzerinde daha etkili olmasına karşın kısa dönemde de hâsıla ya da büyümeyi etkileyebilmesi, para politikasında dengede tutulması gereken hassas bir durumun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Şöyle ki, asıl ağırlık enflasyon hedefine verilmekle birlikte EH’de para politikası arz şokları ile mücadele edebilecek yeterli esnekliğe sahip olabilmektedir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi stratejisi, politika yapıcılara “sınırlı ihtiyarilik” sağlamaktadır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 9-10; Bernanke ve diğerleri, 1999: 22). Buradaki sınırlılık *enflasyon hedefi*; ihtiyarilik ise *para politikasının kısa dönemli ekonomik ve finansal koşulların dikkate alabilme derecesi* tarafından belirlenmektedir (Truman, 2003: 5). Başka bir deyişle, EH,

---

<sup>7</sup> Nokta enflasyon hedefi ya da bant aralığının orta noktası, ülkeden ülkeye genellikle %1.5 ile %2.5 arasında değişmektedir (Svensson, 1999a: 624)

<sup>8</sup> Örneğin para politikasının tüketici fiyat endeksi üzerindeki kısa dönem daraltıcı etkilerini elimine etmek için, ipotek maliyetleri dışarıda bırakılabilmektedir (Svensson, 1999a: 624).

politika yapıcılarına hâsıladaki dalgalanmalar ile ilgilenebilmelerine izin veren fakat aynı zamanda da onları ilan edilen hedefe bağlı kalmaya zorlayan sınırlı bir ihtiyarilik sağlamaktadır (Bernanke ve diğerleri, 1999: 22). En iyi şartlar altında ve pek çok teorik sunumda “sınırlama” ve “ihtiyarilik” düşük enflasyon ve güçlü ekonomik durum bileşimini oluşturabilmek için bir makas gibi birlikte hareket ederek ekonomik kötüleşmelerin dallanıp budaklanmasının önüne geçmektedir (Truman, 2003: 5).

Burada ayrıca belirtilmesi gereken önemli bir nokta şudur: EH’de merkez bankasının kısa dönem reel ekonomik performans ile meşgul olması, 1960 ve 1970’lerin ekonomiyi kısa dönemde canlandırma amacı güden zaman tutarsızlığına neden olan para politikaları ile benzerlik taşımamaktadır. Bu sistemde, kısa dönemde ekonomik aktörleri yanıltarak hasıla ve istihdamı artırma amacı güden ancak, uzun dönemde hasılayı istikrarsızlaştıran ve daha yüksek bir enflasyona neden olan böylesi bir politikanın aksine, enflasyon hedeflemesi stratejisinde hasılanın uzun dönemli istikrarı amaçlanmaktadır (Mishkin, 2006a: 17).

### **1.2.2. Enflasyon Hedeflemesinin Temel Özellikleri**

Her ne kadar bazı yönlerden diğer para politikası stratejileri ile benzerlik gösterse de, EH’yi diğer para politikası stratejilerinden ayıran bazı temel özellikler vardır<sup>9</sup>: Öncelikle EH, fiyat istikrarını sağlamak için merkez bankasına verilen bir yetki; hükümet ya da diğer ilgili grupların müdahalesi olmaksızın belirlenen amaca ulaşılabilmesi için merkez bankasına verilen bağımsızlık<sup>10</sup>; sorumluluğun yerine getirilememesi halinde merkez bankasının hesap verebilirliği ile karakterize edilen üç ayaklı bir kurumsal yapı ile sıkı sıkıya ilişkilidir<sup>11</sup> (Svensson, 1995: 2; Svensson, 2010: 1238)<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup>EH bilgi tabanlı bir sistem olması nedeniyle pek çok özelliğe sahiptir. Ayrıca, EH’nin uygulanabilmesi için bazı ön şartların yerine getirilmesi gerekmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Akyazı, 2004 ve Özyurt, 2012.

<sup>10</sup> Merkez bankasına amaç bağımsızlığından ziyade araç bağımsızlığı verilmektedir.

<sup>11</sup> Yine de, Norveç merkez bankası, Norges Bank, yasal bağımsızlığı yetersiz düzeyde olmasına rağmen (yasal bağımsızlığın yetersiz oluşu fiili bağımsızlığın yeterli düzeyde olmasına engel değildir) başarılı enflasyon hedefleyicileri arasında yer almaktadır.

<sup>12</sup> Araç bağımsızlığı ya da operasyonel bağımsızlık merkez bankasının para politikası amaçlarına ulaşmak için kullanacağı para politikası araçlarını seçerken bağımsız olmasını ifade etmektedir. Amaç bağımsızlığı ise para politikası amacını seçerken bağımsız olunması durumudur (Svensson, 1995: 2).

EH'yi karakterize eden bu üç özelliğe, başka özelliklerin de ilave edilmesi ile daha geniş bir resim çizmek, bu para politikası sistemine ait köşe taşlarının neler olduğunu söylemek mümkündür (Truman, 2003: 6; Schmidt-Hebbel ve Tapia, 2002: 1; Mishkin, 1999: 18,19):

- EH, para politikasının uzun dönemli birincil amacının fiyat istikrarı olduğuna ve enflasyon hedefine ulaşılabileceğine dair kurumsal bir taahhüdü içermektedir. Bu bağlamda, orta dönemli sayısal bir enflasyon hedefi kamuya açık bir şekilde ilan edilir ve ilan edilen bu enflasyon hedefi, ekonominin tek (ya da baskın) nominal çapası konumundadır. Bu paralelde, EH parasal büyüme gibi ara hedeflerin rolünün azaltıldığı *bilgi tabanlı bir strateji* olarak ön plana çıkmaktadır.
- EH'nin diğer bir özelliği para politikasında şeffaflık ve hesap verebilirlik kriterlerine büyük önem atfedilmesidir. Bu bağlamda, para politikasının amaçları ve planları ile ilgili olarak halk ve piyasalar ile sürekli iletişim kurulması ile para politikasında şeffaflığının artırılması EH'nin uygulanabilirliği açısından kritik önem taşımaktadır. Ayrıca, merkez bankasının enflasyon amacına ulaşamaması durumunda kamuoyuna ve hükümete hesap verme mekanizmasının aktif bir şekilde işletilmesi EH'nin en ayırt edici özelliklerinden bir diğeridir. Özellikle, şeffaflık ve hesap verebilirliğin olmaması durumunda, kamuoyunun merkez bankasının enflasyon hedeflerini takip etmesi mümkün olmadığı gibi, ilan edilen hedefler güvenilir bulunmaz. Dolayısıyla şeffaflık ve hesap verebilirlik kriterlerine yeteri kadar önem atfetmeyen merkez bankalarının enflasyon hedefleyen merkez bankaları içerisinde anılmaları mümkün değildir (Mishkin, 1999: 18,19; Schmidt-Hebbel ve Tapia, 2002: 1).

İhtiyaç duyduğu bu gereksinimler nedeniyle, zaman zaman EH stratejisini karmaşık bir para politikası sistemi olarak görme eğilimi ortaya çıkabilmektedir. Özetlemek gerekirse, EH rejiminin sağlıklı bir şekilde uygulanabilmesi için aşağıdaki koşullar gereklidir (Sherwin, 2000: 15-16):

- İyi gelişmiş bir tahmin teknolojisi,
- Merkez bankası bağımsızlığı gibi bazı özel kurumsal yapı biçimleri,



- Sağlam ve gelişmiş finansal sektör,
- Güvenilir ve gelişmiş enflasyon ölçümleri.

Ancak, Sherwin (2000, 16), EH uygulanmaya başlandığı sırada Yeni Zelanda'nın bu özellikler bakımında oldukça zayıf olduğunu belirtmektedir. Yeni Zelanda'nın başarısı EH için öncelikli gereksinimlerin ekonomik durum ya da koşullarla ilgili teknik hazırlıklardan ziyade *politik gönüllülük ve yapıcı bir düşünce biçimi* olduğunu göstermektedir (Truman, 2003: 7). Bu bağlamda, Sherwin (2000: 16)'a göre EH stratejisinin özü üç maddeye indirgenebilmektedir ve bu maddeler enflasyon hedeflemesinin başarısı için birinci dereceden önemlidir:

- Ekonomi için uygun enflasyon hedefinin belirlenmesi,
- Belirlenmiş amacın siyasi irade tarafından desteklenmesi,
- Para politikası otoritesinin belirlenen hedefe ulaşma ve bunu koruma niyeti taşıması.

### 1.2.3. Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları

EH pratikte genel olarak iki farklı formda uygulanmaktadır: “*katı enflasyon hedeflemesi stratejisi*” ve “*esnek enflasyon hedeflemesi stratejisi*”. EH stratejisinin ortaya çıkışından sonraki ilk dönemlerde Yeni Zelanda gibi bazı ülkeler katı enflasyon hedeflemesine yakın bir strateji kullanmışlardır<sup>13</sup>. İçerdiği riskler nedeni bugün merkez bankaları katı enflasyon hedeflemesi değil esnek enflasyon hedeflemesi uygulamaktadır.

#### 1.2.3.1. Katı Enflasyon Hedeflemesi

Katı enflasyon hedeflemesinde para politikasının tek amacı, enflasyonu ilan edilen hedef etrafında istikrarlı tutmaya çalışmaktır. Svensson (2001: 16)'nın ifadesiyle katı enflasyon hedeflemesi: “*para politikasının kısa ve orta vadede meydana getirebileceği reel*

---

<sup>13</sup> İsrail Merkez Bankası da ilk aşamada katı enflasyon hedeflemesi formuna yakın bir strateji benimsemişti. Başlangıç aşamalarında katı enflasyon hedeflemesinin tercih edilmesinin en önemli nedeni EH'nin ihtiyaç duyduğu güvenilirliğin kazandırılmaya çalışılmasıdır.

*sonuçları tamamen hiçe sayan, mümkün olan en kısa zaman periyodunda bile yalnızca enflasyonun kontrolüne odaklanan para politikası stratejisidir”.*

Tanımdan da anlaşılacağı gibi katı enflasyon hedeflemesinde para politikası reel ekonomik istikrar ile ilgilenmeksizin yalnızca fiyat istikrarına ulaşmayı amaçlamaktadır<sup>14</sup>. Fiyat istikrarı amacına sıkı sıkıya bağlı böylesi bir EH uygulaması, oldukça aktif bir para politikası gerektirebilmektedir. Aktivizm ise para politikası aracının sık sık ayarlanması anlamını içermektedir. Bu nedenle, katı enflasyon hedeflemesi stratejisinde, enflasyon dışında kalan diğer makroekonomik değişkenlerde önemli derecede dalgalanmalar meydana gelebilmektedir (Svensson, 2000: 159).

Katı sistemlerin taşıdığı riskler değişik şekillerde sık sık dile getirilmiştir. Örneğin, Rogoff (1985: 1169-1170)’a göre, merkez bankasını belli bir ara hedefi tutturması veya bir kuralı takip etmesi için yasal olarak zorlamak ya da merkez bankasının başına çok muhafazakâr başkan atanması genellikle optimal değildir. Muhafazakâr ya da hedefi tutturmaya sağlam bir şekilde odaklanmış bir merkez bankası ile ücret pazarlıklarının daha az enflasyonist olması sağlanabilir. Ancak, diğer taraftan, bu durum, merkez bankasının beklenmedik şoklara, özellikle de arz şoklarına, tepki verememesi maliyetini de beraberinde getirmektedir. Bu bir maliyettir; çünkü her ne kadar merkez bankası istihdamı sistematik olarak arttırmasa da, para politikası enflasyon ve istihdamı piyasa tarafından belirlenmiş ortalama seviyeleri etrafında istikrarlı tutmak için kullanılabilir. Bu nedenle, katı hedefleme ancak bazı özel durumlarda<sup>15</sup> kullanılmalıdır. Bu gerekçelerle, esnek hedefleme tamamen takdire dayalı ya da tamamen katı bir para politikasına tercih edilmelidir.

### **1.2.3.2. Esnek Enflasyon Hedeflemesi**

Esnek enflasyon hedeflemesi, Svensson (2001: 16) tarafından “*para politikasının birincil amacının fiyat istikrarına (enflasyon hedefi formunda) ulaşmak olduğu, fakat aynı*

---

<sup>14</sup> Mervyn King (1997), bu durumu Enflasyon Çılgınlığı (Inflation Nutter) olarak adlandırmaktadır. <sup>14</sup> King (1997:89) kayıp fonksiyonunda yalnızca enflasyona ağırlık koyan, çıktı istikrarına ise hiç bir ağırlık koymayan merkez bankası başkanını enflasyon çılgını (Inflation nutter) olarak tanımlamıştır.

<sup>15</sup> EH uygulayacak olan merkez bankasının enflasyon konusundaki taahhüdüne güven duyulmadığı, ciddi bir kredibilite eksikliğinin söz konusu olduğu bir durumda katı enflasyon hedeflemesi uygulamasının tercih edilmesi makûldür.

*zamanda da konjonktürel dalgalanmaların ve dolayısı ile hâsulanın potansiyel hâsıla etrafındaki hareketlerinin istikrarlı olmasına da belli bir ağırlığın koyulabildiği para politikası sistemi” şeklinde tanımlanmaktadır.*

Esnek enflasyon hedeflemesi, düşük fakat pozitif enflasyon oranı olarak tanımlanan (örn. 1-3% ) fiyat istikrarını<sup>16</sup> hedefleyen fakat aynı zamanda da çıktı açığının istikrarına da belli ölçüde önem veren para politikası sistemidir (Ito, 2010: 5). Para politikası aktarım mekanizmasında uzun ve değişken gecikmeler söz konusu olduğundan, hedef ancak orta dönemli amaç (yani hedef seviyenin 2 yıllık bir dönemde gerçekleştirilmesi) şeklinde belirlenebilmektedir.

Esnek enflasyon hedeflemesi, enflasyonu uzun dönemde istikrara kavuşturmak için merkez bankası tarafından verilen güçlü ve güvenilir bir taahhüdü içerir. Aynı zamanda da kısa dönemde çıktıyı doğal seviyesi etrafında istikrarlı tutabileceği politikalar takip edebilmesi için merkez bankasına belli bir esneklik tanır (Mishkin, 2011: 14). Diğer bir ifade ile esnek enflasyon hedeflemesinde enflasyon hedefleyicisi konumundaki merkez bankaları<sup>17</sup> bir taraftan enflasyonu hedef etrafında dengede tutmaya çalışırken diğer taraftan da reel ekonomik istikrar<sup>18</sup> ile belli bir ölçüde ilgilenebilmektedir. Burada merkez bankası reel istikrarı sağlamak adına kaynak kullanım oranını temsil eden bir makroekonomik değişkeni (örneğin, ‘potansiyel çıktı ile ‘fili çıktı’ arasındaki farka eşit olan ‘çıktı açığı’) gizli ya da açık bir şekilde dengede tutmayı amaçlayabilmektedir<sup>19</sup> (Svensson, 2007: 1; Svensson, 2009b: 1).

Yukarıda ifade edildiği gibi, esnek enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının amaç fonksiyonu, yalnızca enflasyon oranını değil, aynı zamanda çıktı açığı gibi başka değişkenleri de içermektedir (Svensson, 2007: 1). Esnek enflasyon hedeflemesinde merkez bankası her ne kadar reel ekonomik istikrarı sağlamayı hedefleyebilse de herhangi bir ekonomide yeni uygulanmaya başlayan EH sistemleri için *güvenilirlik* tesisi öncelik arz etmektedir. Güvenilirliğin henüz tesis edilmediği durumlarda, reel ekonomik istikrar ile

---

<sup>16</sup> “Fiyat istikrarı” pratikte kesinlikle sıfır enflasyon oranı anlamına gelmemektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 3).

<sup>17</sup> Merkez bankası para otoritesini temsilen genel bir ad olarak kullanılmaktadır.

<sup>18</sup> Reel ekonomik istikrar ile kaynak kullanımının normal seviyesi etrafında dengede tutulması kastedilmektedir.

<sup>19</sup> Para politikasının, uzun dönem kaynak kullanım seviyesini etkileyemeyeceği akıldan tutulmalıdır.

ilgilenilmesi ekonomik aktörlerde merkez bankasının fiyat istikrarına yeterince önem vermediği algısına yol açabilmektedir. Bu nedenle, uygulanabilirliği açısından güvenilirlik tesisinin zorunlu olduğu EH’de ilk dönemlerde reel istikrar amacına merkez bankası tarafından konulan ağırlık muhtemelen daha az olacaktır (Svensson, 2007: 1).

Kısaca, merkez bankaları, EH uygulamaya başlamakla anlık bir formül, ağrısız bir başarı ve popülarite elde etmiş olmamaktadırlar. EH’yi kabul eden merkez bankaları bir taraftan düşük enflasyon hedefi için güvenilirlik kazanmaya çalışırken, diğer taraftan da uzun dönem hedefini riske atmadan çıktı ve istihdamdaki kısa dönem dalgalanmaları hafifletecek yeterince esnek bir para politikası uygulamaya çalışma zorluğu ile karşı karşıyadır (Truman, 2003: 2-3).

#### 1.2.4. Enflasyon Hedeflemesi Sisteminde Kayıp Fonksiyonu

Akademisyenler ve merkez bankacıları arasında kayıp fonksiyonun geleneksel formu üzerinde dikkate değer bir uzlaşma mevcuttur. Buna göre kayıp fonksiyonu,

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

şeklinde ifade edilmektedir. Burada  $L_t$ , t dönemine ait kayıp fonksiyonu;  $\pi_t$ , t periyodundaki enflasyon oranı;  $\pi^*$  hedef enflasyon oranı (ya da hedef aralığının orta noktası);  $y_t$ , çıktı açığı ve  $\lambda \geq 0$  ise çıktı açığının istikrarına koyulan nispi ağırlığı temsil etmektedir.  $\lambda = 0$  olması kayıp fonksiyonunda yalnızca enflasyonun hedef değişkeni olarak yer aldığı anlamını içermektedir. Bu durumda, EH’nin “*kati*” formu uygulanıyor demektir. Diğer taraftan,  $\lambda \geq 0$  olduğu durumu ise kayıp fonksiyonunda yer alan çıktı açığı ya da daha genel olarak reel ekonomik istikrar ile ilgili bir başka değişkenin istikrarına belli bir ağırlık verildiği anlamını içermektedir. Bu durumda uygulanan stratejinin adı elbette ki “*esnek enflasyon hedeflemesi*” dir (Svensson, 1999a: 625).

Kayıp fonksiyonu, uygulanacak olan EH’nin niteliğine göre değişik formlar almaktadır. Diğer bir ifade ile EH’nin değişik varyasyonları kayıp fonksiyonunda değişik varyasyonlarına karşılık gelmektedir (Svensson, 2000: 165-166). Örneğin,  $\lambda = 0$  olması durumu merkez bankasının (King (1997)’in tabiri ile) “*enflasyon çılgını*” olduğu, bir tek

enflasyon hedefine odaklandığı anlamını taşımaktadır. Para politikasının muhafazakâr bir merkez bankası başkanı (Rogoff, 1985) tarafından yürütüldüğü böyle bir durumda ortaya çıkabilecek bir şok, çıktı oynaklığının artmasını kaçınılmaz kılacaktır. Diğer taraftan bazı merkez bankaları esnekliklerini azaltacağı endişesi ile açık bir enflasyon hedefi ilan etmekten kaçınılmaktadırlar. Bu durumda şöyle bir sorunun sorulması yerinde olacaktır: Açık enflasyon hedefi her zaman katı enflasyon hedeflemesi anlamına mı gelmektedir? Eğer enflasyon hedefi zamanın her noktasında ulaşılması gereken kısa dönemli bir amaç olarak belirlenmiş ise bu durum tam da King (1997)'nin enflasyon çılığını kavramına karşılık gelmektedir:  $\lambda = 0$ 'dır ve para politikası hiçbir şekilde reel ekonomik istikrar amacına yönelik esnekliğe sahip değildir. Ancak, enflasyon hedefinin uzun dönemli (belirsiz bir ufuk yada konjonktür dalgası boyunca)<sup>20</sup> bir amaç olarak belirlenmesi durumunda bu sorunun cevabı olumsuz olacaktır. Yani açık ve uzun dönemli bir enflasyon hedefinin ilan edilmesi, katı bir enflasyon hedeflemesine karşılık gelmemektedir (Libich, 2011: 3).

Görüldüğü gibi, esnek enflasyon hedeflemesinde merkez bankası bir taraftan enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışırken diğer taraftan da reel ekonomik istikrar ile de belli bir dereceye kadar ilgilenebilmektedir. Ancak, kayıp fonksiyonunda reel istikrar amacına yönelik bir değişkenin yer alması, merkez bankasının kısa dönem amaçlar ile meşgul olduğu izlenimi yaratacağı ve parasal otoritenin güvenilirliğini sarsacağı endişesini beraberinde getirmektedir. Daha önce ifade edildiği gibi, EH'de yüksek derecede şeffaflık ve hesap verebilirlik zorunlu kılınmaktadır. Dikkat edilmesi gereken bu noktanın para politikasında şeffaflık derecesinin artırılması ve para politikasının ekonomik birimler tarafından doğru algılanmasının sağlanması ile çözüme kavuşturulması mümkündür. Bu bağlamda, merkez bankasının kayıp fonksiyonunu açık bir şekilde ilân etmesi ile esnek enflasyon hedeflemesinin anlamı hakkındaki bazı yanlış anlaşılmalara elimine edilmesi ve EH'nin esnekliğinin artırılması sağlanabilmektedir (Svensson, 2003b: 1).

EH daima, gerçekleşen enflasyonun enflasyon hedefinden gösterdiği sapmaları minimize etme çabasını içermektedir. Ancak, EH'nin çıktı açığı oynaklığı ile temsil edilen

---

<sup>20</sup> Svensson (2009b)'a göre esnek enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedefine ulaşılması gereken, örneğin 2 yıl gibi sabit bir zaman boyutuna sahip olduğu şekilde tanımlanmaktadır. Oysa ki enflasyonun ve reel ekonominin optimal denge noktasında, enflasyonun hedefe ulaştığı ya da kaynak kullanım oranının normal seviyesini bulduğu böyle bir sabit zaman boyutu söz konusu değildir (Libich, 2011: 3).

reel oynaklık ile ilgili endişeleri içermesi gerektiği ise tartışmalı bir konudur (Svensson 1999a: 625). Bununla birlikte, literatürde mevcut durumun bu yönde olduğu şeklinde geniş bir anlaşma mevcuttur. Ayrıca, EH'yi kullanan merkez bankaları, King (1997) tarafından adlandırıldığı şekilde “enflasyon çılgını” değildirler. Merkez bankasının çıktı açığı istikrarı ile ilgilendiğinin uygulamadaki kanıtı, para politikasında daha kademeli (gradualist) bir yaklaşımın benimseniyor olmasıdır<sup>21</sup>. Kademeli politika yaklaşımında, eğer enflasyon hedeflenen seviyenin çok uzağında ise, enflasyonun hedefe kademeli olarak yaklaştırılması planlanır. Benzer şekilde, enflasyon hedefleyen bir merkez bankasının hedefe ulaşmayı planladığı zaman periyodunu uzatarak enflasyonu yavaş yavaş düşürmesi de kademeli yaklaşımın bir örneğidir. Kademeli yaklaşımda merkez bankası çıktıda meydana gelebilecek istikrarsızlığın önüne geçmeyi amaçlamaktadır (Svensson, 1999a: 625). İsviçre Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası, Yeni Zelanda Rezerv Bankası bu kademeli yaklaşımın örneklerini sergilemişlerdir. Zaten, dünyadaki EH uygulamalarına bakıldığında, pratikte uygulananın esnek enflasyon hedeflemesi stratejisi ( $\lambda \geq 0$ ) olduğu görüldüğünden aslında konunun tartışmalı olmaktan çıktığı söylenebilir.

Üzerinde durulması gereken bir diğer önemli nokta ise esnek enflasyon hedeflemesine ait kayıp fonksiyonunun enflasyon sapmasına (inflation bias) yol açmadığıdır. Bunun nedeni, örtük çıktı hedefinin tam kapasite üretim miktarı olarak alınması ve bunun da para politikasının sistematik olarak ortalama işsizlik ya da kapasite kullanım oranını etkileyemeyeceği şeklinde ifadesini bulan “doğal oran hipotezi” ile uyumlu olmasıdır. Aslında, doğal oran hipotezi, EH'nin temel dayanaklarından biri olarak kabul edilebilir. Bununla birlikte, EH ile zorunlu olarak daha şeffaf ve açık hale gelmiş olsalar bile, hala merkez bankalarının çıktı açığı istikrarı üzerine koyulan ağırlık ile ilgili olarak daha şeffaf olmaları yönünde atabilecekleri pek çok adım vardır. Böylelikle, EH'deki yüksek derecede şeffaflık ve hesap verebilirlik ile kayıp fonksiyonunda yer alan reel ekonomik istikrar hedefinin doğal oran hipotezi ile uyumlu olduğu temin edilebilecek ve böylelikle enflasyon sapmaları azaltılabilecek ya da tamamen elimine edilebilecektir. Bu açıklamalar ile EH'de enflasyon ve çıktı arasındaki temel asimetrilere birine ışık tutulmaya çalışılmıştır. EH'de hem enflasyon istikrarı hem de enflasyonun belli bir oranı (%2 gibi) hedeflenmektedir. Enflasyon oranının yani enflasyon hedefinin seçimi tercihe

---

<sup>21</sup> Kademeli politika (Gradualist Policy) daha sonra geniş bir şekilde ele alınacağından burada kısaca değinilerek geçilmiştir.

bağlıdır. Çıktı için ise, belli bir düzeyin hedeflenmesi söz konusu değildir, EH’de yalnızca çıktı açığının istikrarı amaçlanmaktadır. Çıktı seviyesi tam istihdam üretim düzeyi tarafından belirlenmektedir<sup>22</sup> (Svensson, 1999a: 626).

EH’de döviz kurları kayıp fonksiyonunda yer almamaktadır. Bunun nedeni enflasyon ve bir dereceye kadar da çıktının politika yapıcıların temel amaçlarından olmasıdır. Para politikasının formülasyon sürecinde döviz kurunun takip edeceği patikaya odaklanması Cecchetti ve Ehrmann (1999: 8)’e göre bir ara hedef seçimi anlamına gelmektedir. EH’de politika yapıcılar kendiliğinden ara hedefler ile alâkadar olmamakta, ara hedeflerin kullanımı ile ortaya çıkan enflasyon ve çıktı sonuçları ile ilgilenmektedirler.

### **1.2.5. Enflasyon Hedeflemesinde Para Politikası Kuralı: Taylor Kuralı**

Lucas Kritiği’nden sonra para politikasında güvenilirliğin önemli faydaları olduğunun keşfedilmesi ve zaman tutarsızlığı probleminin farkına varılması ile birlikte kurala dayalı para politikasının ihtiyari para politikasına göre daha üstün olduğu ekonomi çevrelerince kabul edilmeye ve böylelikle para politikası kuralları ortaya çıkmaya başlamıştır (Taylor, 1993: 196). Para politikası kuralı para politikasının yürütülmesinde öngörülen bir prensiptir. Genel olarak, para politikasında *enstrüman kuralları* ve *hedefleme kuralları* olmak üzere iki tip kural karşımıza çıkmaktadır. Hedefleme kuralı<sup>23</sup>, en genel seviyede, minimize edilmesi gereken bir kayıp fonksiyonunun belirlenmesidir. Daha spesifik seviyede ise hedefleme kuralı, hedef değişkenlerin yer aldığı denklem yada denklem sistemidir (Svensson, 1999a: 617). Diğer taraftan, enstrüman kuralları literatürde en sık değinilen ve hatta “kural” sözü ile doğrudan kastedilen para politikası kurallarıdır. Bir enstrüman kuralında, enstrümanlar önceden belirlenmiş ya da ileriye dönük değişkenler için öngörülen bir fonksiyon olarak açıklanır. Eğer enstrümanlar yalnızca önceden belirlemiş değişkenlerin öngörülen fonksiyonu yani, öngörülen tepki fonksiyonu ise kural, açık enstrüman kuralıdır. Eğer enstrümanlar ileriye dönük değişkenlerin öngörülen fonksiyonu, yani öngörülen örtük tepki fonksiyonu ise, kural örtük enstrüman kuralıdır (Svensson, 1999a: 614).

---

<sup>22</sup> Enflasyon oranı ile fiyat düzeyi kavramları birbirine karıştırılmamalıdır. Enflasyon oranı fiyatlar genel düzeyinde belli bir dönemde meydana gelen değişim oranını ifade etmektedir.

<sup>23</sup> Bu başlık altında enflasyon hedeflemesi stratejisinde kullanılan enstrüman kuralı olarak Taylor kuralı ele alınacağından hedefleme kuralı üzerinde durulmayacaktır. Uygulamada enflasyon hedeflemesi kendi başına bir hedefleme kuralıdır.

Enstrüman kurallarının en bilinen örneği “Taylor Kuralı”dır. EH’de merkez bankalarının kullandığı para politikası enstrümanı kısa vadeli politika faiz oranıdır. EH esas itibari ile faiz oranından enflasyona doğru bir aktarım mekanizmasına dayanmaktadır. Taylor Kuralı EH için dinamik ilişkiler içeren bir faiz oranı reaksiyon fonksiyonu sunmaktadır. Taylor, bir politika kuralının mekanik bir formüle ihtiyacı olmadığı görüşündedir. Ayrıca bir para politikası kuralı sabit bir işleyiş mekanizmasına da (sabit para arzı büyüme oranı gibi) sahip olmak zorunda değildir. Ona göre, para arzının enflasyon ve işsizlikteki değişimlere tepki gösterebildiği geri besleme kuralları da (*feedback rules*) politika kurallarıdır. Bu anlamda, bir politika kuralı politika enstrümanının tepki mekanizmasını anlamış olan politika yapıcılar tarafından sabit bir mekanizmaya bağlı kalmaksızın da yürütülebilir. Yani Taylor, para politikası aracının sabit değer almak zorunda olmadığını savunmaktadır. Taylor’a göre, politika kuralı ne politika enstrümanı için sabit bir ayarlamayı ne de basit mekanik bir formülün uygulanmasını gerektirmektedir. Ancak bu ihtiyari politika ile karıştırılmaması gereken bir durumdur. Çünkü bir politika kuralını uygulamak bilgisayarlar tarafından yapılması mümkün olmayan bir analizi gerektirir. Kısaca Taylor, sabit bir para politikası enstrümanı ayarı yada mekanik bir formülün takip edilmesi yerine “*sistematik politika (systematic policy)*” ya da “*politika sistemi (policy system)*” terminolojisini önermektedir (Taylor, 1993: 196-199).

#### **1.2.5.1. Taylor Tipi Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonu**

Taylor Kuralı’nın (John B. Taylor’ın 1993 yılında yayımlanan “Discretion versus Policy Rules in Practice adlı makalesindeki) orijinal şekli aşağıdaki gibidir:

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

Burada,

r: Federal fon oranları,

p: Önceki dört çeyrek üzerinden enflasyon oranı,

y: Reel GSYİH’nin hedeften yüzdelik sapma oranıdır.

$$y = 100(Y - Y^*)/Y^*$$

Y: Reel GSYİH ve

Y\*: Reel GSYİH trendi (1984.1 den 1992.3’e kadar her yıl için 2.2’ye eşittir.)



Yukarıdaki denklikteki politika kuralına göre Taylor (1993), enflasyon oranının %2 hedef enflasyon oranını aşması ya da reel GSYİH'nın GSYİH trendinin üzerine çıkması durumunda, federal fon oranlarının (kısa dönem faiz oranlarının) yükseltilmesini; tersi durumda ise düşürülmesini önermektedir. Ayrıca denklem hem enflasyonun hem de GSYİH'ın hedefe eşit düzeyde gerçekleşmesi durumunda, federal fon oranlarının %4'e, reel olarak da %2'ye eşit olacağını ifade etmektedir. Denkliğe göre, enflasyon oranının eşitliğin sağ tarafında yer alması faiz oranı politika kuralının reel olarak yazıldığını göstermektedir.

Taylor'ın denkleminde yer alan değişkenler arasındaki ilişkiyi kullanarak ABD ekonomisi için yazılmış Taylor kuralını genelleştiren bir denklem elde edilmesi mümkündür:

$$i_t = \bar{i} + h(\pi - \pi^*) + g \left( \frac{y - y^*}{y^*} \right) \quad (3)$$

Burada,  $i$ = Kısa dönem faiz oranı;  $\bar{i}$ = Reel faiz oranı;  $\pi$  = Cari enflasyon oranı;  $\pi^*$  = Hedef enflasyon oranı;  $h$ = Enflasyon oranı reaksiyon katsayısı;  $y$ = Cari GSYİH ya da GSYİH büyüme oranı;  $y^*$  = Potansiyel GSYİH ya da potansiyel GSYİH büyüme oranı;  $g$ = GSYİH açığı reaksiyon katsayısını temsil etmektedir.

Bu Taylor tipi reaksiyon denkleminde göre enflasyon enflasyon hedefine ve çıktı da potansiyel düzeyine eşit olduğu zaman kısa dönem nominal faiz oranları, reel faiz oranı ve gerçekleşen enflasyon oranının toplamına eşit olacaktır. Dolayısı ile  $h$  ve  $g$  katsayılarının bir önemi kalmayacaktır. Ancak, eğer gerçekleşen enflasyon hedef enflasyon oranını aşarsa bu durumda kısa dönem faiz oranı da yükselecektir. Tersisi durumda yani gerçekleşen enflasyonun hedef seviyenin altında kalması durumunda, kısa dönem faiz oranları düşecektir. Enflasyondaki yükselmenin etkisi  $h$  katsayısının büyüklüğü tarafından belirlenecektir. Eğer  $0 < h < 1$  ise faiz oranındaki artış enflasyondaki değişimden daha düşük olacaktır. Eğer  $h > 1$  ise bu durumda faiz oranında meydana gelecek artış enflasyondaki değişim oranından daha büyük olacaktır. Diğer taraftan, çıktı potansiyel seviyesinden sapma gösterdiğinde kısa dönem faiz oranının reaksiyon gücünü  $g$  katsayısının büyüklüğü belirleyecektir (Erdem ve Kayhan, 2010: 9).

EH’de Taylor Kuralı gibi bir politika enstrümanının kullanımına ilişkin eleştiriler de yok değildir. Örneğin, EH’ye pek sıcak bakmayan kesimden olan Stiglitz (2008: 1) EH’de faiz oranının nasıl kullanıldığını şöyle ifade etmiştir;

*“Fiyatlar genel seviyesi hedef seviyeyi aştığında, faiz oranları yükseltilmelidir: Bu basit tarif çok az ekonomik teori ve ampirik kanıta dayanmaktadır. Enflasyonun kaynağına bakılmaksızın faiz oranının yükseltilmesinin en iyi reaksiyon olduğunu ummak için hiçbir gerekçe yoktur.”*

### **1.2.5.2. Katı ve Esnek Enflasyon Hedeflemesinde Taylor Kuralı**

Reaksiyon denkleminde yer alan  $h$  ve  $g$  katsayıları, uygulanan enflasyon hedeflemesinin türüne göre farklı değerler alacaklardır. Diğer bir ifade ile söz konusu katsayıların büyüklükleri politika yapıcılarının enflasyon ve çıktı açığı konusundaki tercihlerini yansıtmaktadır. Bu bağlamda  $g$  katsayısı sıfır ve  $h$  katsayısı yüksek ise parasal otoritenin tamamen fiyat istikrarına odaklandığı buna karşın çıktı açığı istikrarını ise önemsemediği anlamına gelmektedir ki bu katı enflasyon hedeflemesi uygulamasına tekabül etmektedir. Diğer taraftan eşitlikte  $h$  katsayısının değerinin sıfır ve  $g$  katsayısının ise yüksek bir değer alması parasal otoritenin enflasyondaki dalgalanmaları dikkate almadığı; buna karşın yalnızca işsizlik ve çıktı açığı üzerine odaklandığı anlamına gelmektedir. Esnek enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları ise  $h$  ve  $g$  katsayılarının her ikisine birden sıfırdan farklı değerler vermektedir.

Belirtmek gerekir ki, merkez bankası politika kuralı olarak faiz oranı enstrümanını kullandığında; merkez bankası arzu edilen faiz oranına ulaşmak için para arzını değiştirdiğinden para arzı içselleşmektedir. Faiz oranı kuralını takip eden modellerde, hedef enflasyon oranının yükselmesi durumunda, faiz oranı için belirlenmiş olan politika kuralı da değişecek; bu durum, merkez bankasının en nihayetinde hedef enflasyon miktarındaki değişme ölçüsünde parasal büyüme oranını arttırması gerekecektir. Merkez bankası (basit anlamda) yalnızca tercih edilen kısa dönem faiz düzeyinde talep edildiği kadar para arz eder. Bu nedenle, faiz oranı kuralını kullanmak para arzı ve para talebi

kavramlarını dışarıda bırakmamak ile birlikte, parayı içsel hale getirmektedir<sup>24</sup> (Taylor, 1999: 661).

Taylor tipi para politikası kuralına göre, EH'de faiz dışında herhangi bir para politikası aracının kullanılmaması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle fiyat istikrarının sağlanabilmesi için döviz kuruna müdahale edilmemeli ve döviz kurundan enflasyona geçiş oldukça düşük olmalıdır. Enflasyon ile döviz kuru ilişkisinin kuvvetli olması, merkez bankasının yaptığı faiz değişikliklerine enflasyonun vereceği tepkinin şiddetini düşürmektedir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide (her ne kadar enflasyon üzerinde doğrudan etkili olsalar bile) para arzı, döviz kuru ve faiz oranının hepsinin aynı anda merkez bankası tarafından kontrol edilmesi çok zor hatta neredeyse imkânsızdır<sup>25</sup>. Para arzının içselliği ve benimsenen esnek döviz kuru sistemi nedeni ile para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığı şartından hareketle, bir yandan enflasyon ile döviz kuru ve para arzı arasındaki ilişkinin zayıflatılması; diğer yandan ise, faiz ile olan ilişkisinin güçlendirilmesi gerekmektedir (Yapraklı ve Kaplan, 2012: 187).

### **1.2.6. Enflasyon Tahmini Hedeflemesi**

Para politikasında hedefleme kuralı, belli bir kayıp fonksiyonunu minimize edilmesinden ibarettir. Bu anlamda, günümüzde uygulanan EH bir hedefleme kuralı olarak yorumlanabilir. Günümüzde, bu kayıp fonksiyonu, tartışmasız bir şekilde çıktı açığı oynaklığı gibi reel ekonomik istikrara yönelik unsurları da içermektedir. Yani günümüz EH sistemi katı enflasyon hedeflemesinden ziyade esnek enflasyon hedeflemesine karşılık gelmektedir (Svensson, 1999a: 623). Diğer taraftan, bu hedefleme kuralı ara hedefleme

---

<sup>24</sup> Para arzı merkez bankası tarafından kontrol edilebildiği ölçüde dışsal kabul edilmektedir. Merkez bankası hem faiz oranını hem de para arzını aynı anda kontrol edemeyebilir. Merkez bankasının faiz oranını para politikası aracı olarak kullandığı durumda, para arzı faiz oranı değişimlerinden etkilenmekle birlikte, bu değişimlerin iktisadi faaliyetler üzerinde meydana getirdiği değişimlerden de etkilenir. Örneğin bankacılık sektörü iktisadi gelişme doğrultusunda kredi hacmini değiştirmek suretiyle para arzını değiştirebilir. Bu durumda para arzı ve toplam hasıla arasındaki ilişki, para arzının hasıla üzerindeki etkisini göstermek yerine, hasılanın para arzı üzerindeki etkisini gösterir. Ters yönlü nedensellik argümanı olarak adlandırılan bu durum ilk olarak King ve Plosser (1984) tarafından ortaya atılmıştır ( <http://www.ekodialog.com/Konular/para-reel-ekonomi-icsellik-dissallik.html>).

<sup>25</sup> Makro teoride bu durum üçlü açmaz (impossible trinity) olarak tanımlanmaktadır. Üçlü açmaz hipotezine göre, serbest sermaye hareketleri altında hem sabit döviz kuru hem de bağımsız para politikası uygulanamaz.

kuralı<sup>26</sup> olarak da yorumlanabilir. Bunun nedeni, EH’de enflasyon tahminlerinin ve çıktı açığı tahminlerinin ara hedef olarak kullanılmasıdır<sup>27</sup>. Bu nedenle EH, literatürde “*enflasyon tahmini hedeflemesi stratejisi*” olarak da adlandırılmaktadır.

*Enflasyon tahmini hedeflemesi, gerçekleşen enflasyonun tahmin edilen enflasyona, kaynak kullanım oranını da<sup>28</sup> uygun bir hızda normal seviyesine yaklaştıran bir faiz oranı patikası seçmek ve uygulamaktan oluşmaktadır* (Svensson, 2009a: 53).

Örneğin hedef değişkenlerimizin enflasyon ( $\pi_t$ ) ve çıktı açığı ( $y_t$ ) olsun (Svensson, 1999a: 627); Bu durumda;

$$Y_t = (\pi_t, y_t) \text{ 'dir} \quad (4)$$

t döneminde hedef değişkenlere karşılık gelen optimal ve doğal ara hedefler şöyledir;

$$Z_{t+\tau,t} \equiv Y_{t+\tau|t} = (\pi_{t+\tau|t}, y_{t+\tau|t})', \tau \geq 0. \quad (5)$$

Bu noktadan sonra merkez bankasının yapacağı iş enflasyon ve çıktı açığını optimal yapacak yani kayıp fonksiyonunu minimize edecek gelecek dönem faiz oranları patikasını ( $i^t = (i_t, i_{t+1|t}, \dots) \in \varphi_t$ ) belirlemektir.

Daha basit bir anlatımla, yalnızca enflasyonun hedeflendiği ve faiz oranının enflasyon oranını iki dönemlik bir gecikme<sup>29</sup> ile etkilediği varsayımı altında merkez bankası için optimal politika, t dönemindeki bilgi setinden hareketle t+2 dönemi için

---

<sup>26</sup> Ara hedefleme kuralı, ara hedef değişkenlerinden oluşan bir vektördür. İdeal bir ara hedef değişken ise, nihai hedef ile yüksek korelasyona sahip, fakat ondan daha kolay kontrol edilebilir, gözlenebilir, merkez bankası ile ekonomik aktörler arasındaki iletişimi kolaylaştırması anlamında şeffaf ve halk tarafından kolay anlaşılabilir olmalıdır (Svensson, 1999a: 619).

<sup>27</sup> Svensson’a (1999a: 623) göre, uygulanmakta olan EH sistemini daha doğru ifade eden isim ise “enflasyon tahmini ve çıktı açığı tahmini hedeflemesidir”.

<sup>28</sup> Kaynak kullanım oranı, merkez bankasının reel istikrar amacını temsil eden bir makroekonomik değişken olarak tanımda yer almaktadır.

<sup>29</sup> Para politikası enstrümanında yapılan değişiklik ile bu değişikliğin nihai hedef (örneğin, enflasyon ya da büyüme oranı) üzerinde etkisinin ortaya çıkması arasında geçen gecikme dönemine “kontrol dönemi/ufku” adı verilmektedir.

tahmin edilen enflasyon oranını ( $\pi_{t+2||t}$ ) hedeflenen enflasyon oranına  $\pi_t^*$  eşitleyecek politika faiz oranını belirlemektir (Çiçek ve Alçın, 2010: 5).

$$\pi_{t+2||t} = \pi_t^* \quad (6)$$

Para politikasının enflasyon ve reel ekonomi üzerindeki etkilerinin hemen değil ancak belli bir gecikme ile ortaya çıkması, tahminlere güvenmeyi zorunlu hale getirmektedir. Yani, para politikası aktarım mekanizmasında yaşanan gecikmeler para politikasının ileriye dönük olmasını zorunlu kılmaktadır. Cari enflasyon ve çıktı düzeyi büyük ölçüde hane halkı ve firmaların önceki dönem kararları tarafından belirlenmektedir. Bunun sonucu olarak, cari para politikası uygulamaları yalnızca enflasyon ve çıktı açığının gelecek seviyelerini etkileyebilmektedir. Pratikte ise önemli gecikmeler ile ortaya çıkan toplam etki birkaç çeyreğe yayılabilmektedir. Bu durum hedeflenen değişkenlerin tahminlerini para politikası için çok önemli bir hale getirmektedir (Berg, 2000: 9; Svensson, 2003b: 6).

Bu konuyla ilgili olarak EH'de en büyük problemlerinden biri merkez bankasının enflasyon üzerinde tam kontrol yeteneğine sahip olmamasıdır. Enflasyon üzerindeki kontrolün eksik olmasının nedenleri arasında aktarım mekanizmasındaki gecikmeler, ekonominin güncel durumu, gelecekteki ekonomik şoklar, enflasyonu para politikasından daha belirgin bir şekilde etkileyen diğer faktörlerin özellikle de kontrol aralığında meydana gelen şokların etkileri sayılabilir. Bunlar ve benzeri sebepler ile enflasyon üzerindeki kontrolün sınırlı kalması EH'nin uygulanmasını zorlaştırmaktadır.

Ekonominin, özellikle de enflasyonun, uygulanan politikalara hızlı cevap verememesi iki problem içermektedir: *Birincisi*, merkez bankasının EH'yi uygularken ihtiyaç duyduğu bilgi, politika değişikliklerinin etkisini daha az gecikme ile gözlemleyebildiği bir ara değişken hedeflemesi kullandığında ihtiyaç duyduğu bilgidен daha fazladır. *İkincisi ise*, böyle bir durumda EH uygulayan bir merkez bankası için hedefe giden patikada olup olmadığını söylemek çok zordur. Aynı şekilde, halk ve finansal piyasalar için de para politikasının değerlendirmesini yapmak zordur. Çünkü mevcut enflasyonun ne kadarının bir süre önce uygulanan para politikasının bir sonucu olduğu, ne kadarının kontrol dönemi içerisinde meydana gelmiş olan şoklar ve diğer faktörlerin etkisi

olduğu ayırt edilemez. Merkez bankasının ve ekonomik birimlerin değerlendirme yapmalarının bu derece güç olması ise merkez bankasının hesap verebilirliğinin ve güvenilirliğinin azalmasına neden olur. Sonuç olarak, EH'nin pek çok potansiyel faydası gerçekleşemez (Svensson, 1999a: 627; Bernanke ve Woodford, 1997: 1-2).

Para politikasında yapılan değişikliklerin enflasyon oranını etkilemesinde uzun gecikmelerin yaşanması ile ilgili bu problemi çözmek için kullanılan yöntemlerden bir tanesi, merkez bankasının enflasyonun kendisinden ziyade, orta vadeli enflasyon tahminlerini hedeflemesidir<sup>30</sup>. Para politikasının ekonomiyi bazen bir yıldan iki yıla kadar, hatta daha fazla süren gecikmeler ile etkileyebilmesinden dolayı bu yöntemde enflasyon tahminleri ara hedef değişken olarak kullanılmaktadır. Güncel enflasyon tahmini, gerçekleşecek olan gelecek dönem enflasyon oranının aksine eşanlı olarak gözlenebilir bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yüzden, enflasyon tahminlerinin hedeflendiği rejimlerde hem merkez bankası hem de ekonomik aktörler politikayı sürekli olarak izleyebilme imkanına kavuşmuş olmaktadırlar (Svensson, 2003b: 6; Bernanke ve Woodford, 1997: 2). Bir bakıma, enflasyon tahmininin enflasyon hedeflemesi içindeki mantıksal konumu, parasal toplamaların parasal hedefleme içindeki, döviz kurunun ise, döviz kuru hedeflemesi içindeki konumu ile aynıdır (Allen, 1999: 10).

Enflasyon tahmini hedeflemesi, 1990'lerden itibaren hızlı bir şekilde popülerlik kazanmaya başlamıştır. Anlaşılacağı üzere, enflasyon tahmini hedeflemesi ile hedeflenen değişkenlerin tahmin değerlerinin ara hedef değişkenler olarak etkin bir şekilde kullanılması kast edilmektedir (Svensson, 2003b: 6). Enflasyon tahmin hedeflemesinde merkez bankası, sayısal projeksiyonlarına ulaşılabilmesi için kullandığı para politikası araçlarını<sup>31</sup> gereken her şekilde ayarlayacağını taahhüt etmektedir (Woodford, 2007: 7).

---

<sup>30</sup> Enflasyon tahminlerinin enflasyon hedeflemesi stratejisinde ara hedef olarak kullanılabilmesi fikri ilk olarak King'in 1997 yılında yayınlamış olduğu çalışmasında dile getirilmiştir. “ Bir enflasyon hedefinin kullanılması ara hedef olmadığı anlamına gelmemektedir. Aksine, ara hedef, faiz oranındaki değişimlerin enflasyon üzerinde etkilerinin ortaya çıkacağı tahmin edildiği gelecek bir tarih için beklenen enflasyon seviyesidir. Pratikte, tahmin ufku olarak iki yıl kullanılmaktadır. Enflasyon hedeflemesinde para politikasının enflasyonun bugünkü durumuna göre oluşturulmadığını anlamak kesinlikle çok önemlidir. Bugünkü enflasyon oranı yalnızca iki sene kadar ileride gerçekleşmesi beklenen enflasyona dair tahminleri etkilediği ölçüde politikanın içerisinde yer almaktadır” (King, 1997: 118).

<sup>31</sup> Tipik olarak, gecelik faiz oranları için operasyon hedefini ifade etmektedir.

Enflasyon tahmini hedeflemesi, en azından teorik olarak, oldukça basittir. Enflasyon tahmini hedeflemesinde merkez bankası enflasyonun gelecekte izleyeceği seyri tahmin etmekte ve bu tahmini enflasyon hedefi ile karşılaştırmaktadır. Enflasyon tahmini ile hedef arasındaki fark, para politikasının ne kadar ayarlanması gerektiğini göstermektedir (Jahan, 2012).

EH’de belli bir kontrol dönemine karşılık gelen bir zaman boyutu için yapılan koşullu enflasyon tahmini bir ara hedef haline gelmektedir. Düşük ve istikrarlı enflasyonun para politikasının tek amacı olduğu, çıktı açığı istikrarına sıfır ağırlık koyulan katı enflasyon hedeflemesi altında merkez bankası politika aracını kontrol dönemi için yapılan koşullu enflasyon tahminini hedefe eşitleyecek şekilde ayarlamak durumundadır. Çıktı açığı istikrarına pozitif bir ağırlık koyan esnek enflasyon hedeflemesi altında ise, koşullu enflasyon tahminleri hedefe aşamalı olarak yaklaştırılmaktadır (Svensson, 1999b:338).

Bu nedenle, enflasyon tahmini hedeflemesinde, merkez bankasının para politikası aracı ayarlamalarının koşullu enflasyon ve çıktı açığı tahminlerini nasıl etkilediğini iyi bilmesi gerekmektedir. Fakat bu, tahminlerin tamamen ekonometrik model tabanlı olmasını gerektirmez. Ekonominin güncel durumuna ilişkin bilginin yanı sıra modele ilave bilgi ve tahmini ayarlamalar da enflasyon tahmininde kullanılabilir (Berg, 2000:9: Svensson, 2003b: 7). Kısaca, rasyonel bir şekilde oluşturulan bu tahminler gelecek enflasyon oranı ile ilgili güncel olarak ulaşılabilen tüm bilgileri içerir. Bu nedenle, bir enflasyon tahmininin hedeflenmesi ile enflasyonun kendisinin hedeflenmesi arasında amaçlar bakımından hiçbir çatışma meydana gelmez (Bernanke ve Woodford, 1997:2).

#### **1.2.6.1. Optimal Tahmin ve Para Politikası Aracı Planının Elde Edilmesi**

Merkez bankası optimal tahmin ve para politikası aracı planını genel olarak iki şekilde elde eder. *Birincisinde*, merkez bankası çalışanları, alternatif faiz oranı setleri için alternatif enflasyon tahmini setleri oluşturur ve bunu yürütme kuruluna sunar. Bu şekilde, çalışanlar tahmin ve faiz oranı planları için “olası setler” oluşturmuş olurlar. Daha sonra para politikası komitesi bu tahmin setleri arasından enflasyon açığının ve çıktı açığının istikrarı arasında olası en iyi dengeyi sağlayabilecek “en iyi” kombinasyonu seçer. *İkincisinde* ise para politikası komitesinin hedef değişkenlerin tahminlerinin karşılaması

gereken bir koşulu tanımlayan “*spesifik bir hedefleme kuralı*” belirlemesidir. Bilgi ve tahminlere koşullu olarak, merkez bankası çalışanları bu spesifik kuralı karşılayacak tahmin ve faiz oranı planı kombinasyonu oluşturmak zorundadır. Örneğin, İngiltere ve İsviçre merkez bankaları para politikasına yön vermek için sabit bir faiz oranına dayanan basit bir hedefleme kuralı formüle etmişlerdir. Çeyrek dönem için bu kural enflasyon tahmininin sabit faiz oranı varsayımı altında inşa edildiği anlayışı ile aşağıdaki gibi yazılabilir (Svensson, 2003b: 7-8) :

$$\pi_{t+8,t} = \pi^* \quad (7)$$

Yukarıdaki basit temel kurala göre, sabit repo oranına dayalı olan enflasyon tahmini, makul bir zaman periyodunda hedef ile uyumlu ise para politikası duruşu uygundur. Ancak, enflasyon tahmini enflasyon hedefinin altında (üstünde) ise para politikası fazla daraltıcı (genişletici) demektir. Bu durumda repo oranları hemen ya da yakın gelecekte düşürülmeli (yükseltilmeli) dir (Berg, 2000: 9).

Bu spesifik hedefleme kuralı basit ve işlevsel olmasına rağmen optimal olması olası değildir. Svensson (2002)’ye göre, “optimal spesifik hedefleme kuralı” hedef değişkenler arasındaki marjinal dönüşüm ve ikame oranlarının operasyonel bir şekilde eşitliğini içermelidir (Svensson, 2003b: 8).

Merkez bankasının enflasyon tahminlerini açık bir ara hedef haline getirdiği, bu enflasyon tahminlerini yayınladığı, modelleri, analizleri ve değerlendirmeleri de içeren enflasyon tahminlerinin kamu tarafından incelenmesine izin verdiği durumlarda enflasyon hedeflemesi ekonomik aktörler tarafından da etkin bir şekilde takip edilebilecektir. Bu koşullar altında koşullu enflasyon tahmini<sup>32</sup>, nihai para politikası amacı ile en yüksek korelasyona sahip güncel değişken olması, kontrol edilmesinin ve gözlemlenmesinin nihai amaca göre daha kolay olması ve para politikası için son derece şeffaf prensipler sunarak para politikasının ekonomik aktörler tarafından anlaşılmasına yardım etmesi bakımından ideal bir ara hedef haline gelmektedir (Svensson, 1999b: 338).

---

<sup>32</sup> Koşullu enflasyon tahmini ile ekonominin mevcut durumuna ve mevcut para politikası aracı ayarına bağlı olarak yapılan enflasyon tahmini kastedilmektedir.



## 1.2.7. Enflasyon Hedeflemesinde Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

### 1. 2.7.1. Para politikasında Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Önemi

Merkez bankalarının görevi; fiyat istikrarı, sürdürülebilir büyüme ve istikrarlı bir finansal sistem için para politikasını yönetmek ve uygulamaktır. Ancak, merkez bankaları para politikasını kaçınılmaz belirsizliklerle dolu bir ortamda uygulamak zorundadırlar. Aynı zamanda, piyasalar da bu ortamda bazı hesaplamalar yaparak karar almak zorundadırlar. Belirsizliklerle dolu bir ortamda piyasaların yanlış hesaplamalar yapması (*yanlış beklentiler içerisinde girmesi*) kaçınılmazdır. Bu nedenle, merkez bankasının bir takım önlemler alarak bu belirsizliği azaltması gerekmektedir. Ancak, para politikasının yürütülmesinde politika yapımcıların azaltabilecekleri tek bir belirsizlik vardır. Bu belirsizlik, kendi yarattıkları belirsizliktir (Cecchetti ve Krause, 2002: 47). Bu bağlamda, para politikalarının uzun<sup>33</sup> ve kısa dönemde başarısı için gereken güvenilirlik ve piyasa beklentilerini etkin bir şekilde yönetebilme yeteneği kazanabilmenin bir gereği olarak **şeffaflık** etkin para politikasının vazgeçilmez bir parçasıdır.

Para politikasında şeffaflığın para politikasının etkinliğini artırma mekanizması aslında çok basittir. Para politikası ile ilgili kararlar konusunda piyasa etkin bir şekilde bilgilendirildiğinde, para politikası amaçları kamuoyu ile açık bir şekilde paylaşıldığında, kamuoyunun para otoritesi tarafından ulaşılmak istenen amacın ne olduğunu daha iyi anlaması ve böylelikle kendi politika tercihlerini yapılandırması sağlanmış olur. Bu da para politikasının etkinliğini artırır. Dahası, para politikası kararlarının oluşumunda rol oynayan faktörlerin açık bir tanımı piyasa ile paylaşıldığında, politika süreci hakkındaki bu şeffaflık kısmen piyasa beklentilerinin daha etkin bir şekilde oluşumunu sağlar ve böylelikle para politikası aktarım mekanizması daha etkin hale gelir. Para politikasının kendisinden beklenen başarıyı göstermesinde para otoritesinin güvenilirliği çok önemlidir (Oktar ve Dalyancı, 2012: 6). Şeffaflık bir güvenilirlik sağlama mekanizması olarak da kullanılabilir. Şöyle ki, öncelikle piyasalara izleyeceği politikalara dair ilgili yeterli bilgiyi sunan merkez bankası, daha sonra verdiği sözler ile yaptığı uygulamaları örtüştürerek kredibilitelerini güçlendirmek için bir mekanizma kurabilir (IMF, 1999: 5). Özellikle, bu

---

<sup>33</sup> Uzun dönem ile enflasyon beklentilerinin güncellenmesine ve emek piyasası ve finansal piyasalardaki çeşitli nominal sözleşmelere yansıtılmasını mümkün kılan zaman boyutu kastedilmektedir.

mekanizma merkez bankasının güvenilirliğinde eksikliğinin söz konusu olduğu ve piyasa disiplinine ihtiyaç duyulduğu durumlarda oldukça avantajlıdır. Ancak, politika yapıcılar hali hazırda güçlü bir güvenilirliğe sahipse ve bu nedenle disiplinli hareket etme ihtiyacı duymuyor ise makroekonomik istikrarı, şeffaflığın kendisine getirdiği kısıtlamalar olmaksızın sağlama ihtiyacı hissedebilir (Jensen, 2002: 401).

Para politikasının daha şeffaf hale gelmesi ile ilgili taraflar merkez bankası kararlarını eşanlı olarak değerlendirebilecek ve daha da önemlisi bankanın başarı ya da başarısızlığını sorgulama imkânı elde edebileceklerdir (Blinder, 1998: 67-68: Geraats, 2002: 533). Dolayısıyla merkez bankasının şeffaf olması aynı zamanda hesap verme sorumluluğunu beraberinde getirmektedir. Buna göre, kendisine bağımsızlık sağlanan bir merkez bankasının daha iyi politika sonuçları elde etmek için şeffaflık, güvenilirlik ve hesap verebilirlik özelliklerinin üçüne de sahip olması gerekmektedir.

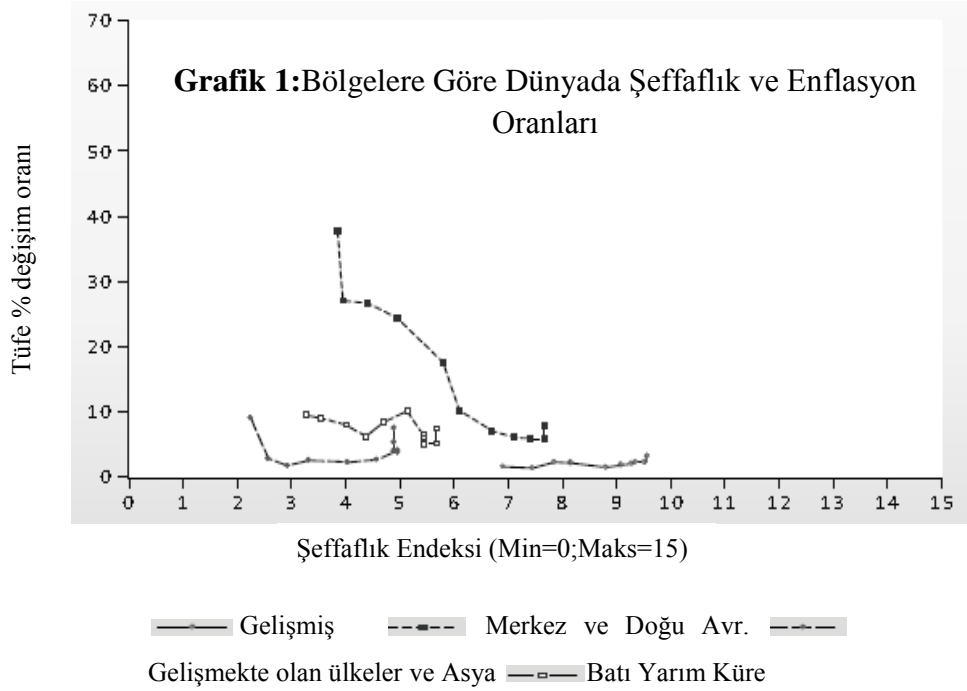
#### **1.2.7.2. Enflasyon Hedeflemesinde Şeffaflık**

EH büyük ölçüde güvene dayalı bir strateji olduğundan şeffaflık ve iletişim stratejilerine büyük önem verilmektedir. EH'de merkez bankasının amaçları ve bu amaçlara yönelik atılacak olan politika adımları, bu adımların amaçlara ulaşmaya yapacağı olası katkı şeffaf bir şekilde paylaşılmakta ve kamuoyu bilgilendirilmektedir.

Tipik olarak enflasyon hedefleyen bir merkez bankası enflasyon ve diğer değişkenlere ilişkin tahminleri, tahminlerin dayandığı analizlerin bir özetini ve politika kararlarının arkasında yatan motivasyonu içeren düzenli para politikası raporları yayımlamaktadırlar. Bazı merkez bankaları ise ayrıca gelecek para politikasına ait olası kararlara ilişkin bilgileri de kamuoyu ile paylaşmaktadırlar (Svensson, 2010:2)

1990'lardan önce merkez bankaları gizemli bir yapıya sahipti ve öyle olması gerektiğine inanılıyordu. Merkez bankaları arasındaki yaygın düşünce, para politikası yapıcılarının mümkün olduğu kadar az şey söylemesi ve çok açık ifadeler kullanmaması gerektiği şeklinde idi (Blinder ve diğerleri, 2008:2). Merkez bankasını daha açık ve hesap verebilir kılmanın onu bağımsızlığını tehdit altına sokabilecek istenmeyen birtakım incelemelere maruz bırakabileceği iddia ediliyordu (Blinder, 1998:67-68). Ancak,

günümüz para politikası, daha çok beklentilerin yönetimi mekanizması üzerinden çalışmaktadır. Bu nedenle, bütün merkez bankaları daha şeffaf olma yönünde önemli adımlar atmışlar ve atmaya da devam etmektedirler (Grafik 1).



**Kaynak:** Siklos, 2010b: 8.

Yukarıda da ifade edildiği gibi para politikasının ekonomi üzerindeki etkisi, büyük ölçüde özel sektörün beklentilerini etkilemesi ile ortaya çıkmaktadır. Politika faiz oranının birkaç hafta boyunca kalacağı seviye pek çok ekonomik birim için önemsiz bir konudur. Önemli olan ise, gelecek politika oranlarına ilişkin beklentilerdir. Çünkü beklentiler ekonomik karar ve faaliyetler için belirleyici olan uzun dönem faiz oranlarını etkilemektedir. Dahası, ekonomik birimlerin enflasyona ilişkin beklentileri cari fiyatlama davranışlarını ve gelecek birkaç çeyrek dönem boyunca enflasyon oranlarını etkilemektedir. Bu nedendir ki ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini hedef üzerinde çapalamak, gerçekleşen enflasyonun istikrarı için çok önemli bir önkoşuldur. Ancak, enflasyon beklentilerinin hedefe çapalanması büyük ölçüde enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğine bağlıdır. Bu nedenle yüksek derecede şeffaflık ve yüksek kalitede ikna edici para politikası raporları, güvenilirliğin tesisi ve devamlılığı için zorunlu olarak görülmektedir. En önemlisi, yüksek güvenilirlik “*esnek*” hareket edebilme, dolayısı

ile de reel ekonomik istikrarı sağlama noktasında merkez bankalarını daha özgür kılmaktadır (Svensson, 2010: 3).

Bununla birlikte, artan şeffaflık derecesi para politikasının kontrolünü doğrudan değiştirmemekte, diğer şartlar sabitken, özel ekonomik birimlerin merkez bankasının niyetlerini daha kolay bir şekilde anlamalarını ve beklentilerini buna göre oluşturmalarını sağlamaktadır. Bu bağlamda, enflasyon hedefleyen merkez bankalarının, bilgilendirici enflasyon ve para politikası raporlarını özellikle de para politikası komitesi tutanakları ile desteklenerek düzenli bir şekilde yayımlaması, özel ekonomik birimlerin merkez bankasının niyetlerini daha kolay anlayabilmelerine olanak sağlamaktadır (Faust ve Svensson, 2001: 374).

Merkez bankalarının iletişimlerini daha kapsayıcı hale getirmeleri dünya çapında bir olgu olsa da yine de ülkelerin şeffaflık konusunda titizlikleri aynı değildir. Örneğin, Fed'in şeffaflık konusunda kötü bir örnek olduğunu söylemek mümkündür. Ancak, Yeni Zelanda Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankası şeffaf olma yolunda daha istekli davranarak şeffaf merkez bankalarının ilk örneklerini oluşturmuşlardır. Norveç Merkez Bankası ve İsviçre Merkez Bankası (Sveriges Riksbank) yine öncüler arasında sayılabilir. AMB'nin de Fed'den daha şeffaf olduğu kabul edilebilir (Blinder ve diğerleri, 2008: 3-4).

### **1.2.7.3. Enflasyon Hedeflemesinde Hesap Verebilirlik**

Şeffaflık, merkez bankası bağımsızlığının zorunlu bir tamamlayıcısı olduğu gibi, belli bir derecede şeffaflık hesap verebilirliği sağlamakta ve merkez bankası bağımsızlığının demokratik meşruiyetini garanti altına almaktadır (Geraats, 2002: 532-533). Kamuoyuna hesap verme, merkez bankası bağımsızlığının doğal ahlaki bir sonucudur. Demokratik toplumlarda, merkez bankasının fiili özgürlüğü, kendini kamuoyuna açıklama zorunluluğunu ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle, bağımsızlık ve hesap verebilirlik birbirini tamamlayan iki olgudur. İkincisi ilkinin demokratik bir siyasi yapı içinde meşruiyet kazandırmaktadır. Merkez bankaları halkla ilişkiler işinin içinde olmasa da, kamuoyunun eğitimi ve bilgilendirilmesi merkez bankalarının işlerinin bir parçası olmalıdır (Blinder, 1998: 69-70).

Bu bağlamda, EH'de merkez bankası uyguladığı politika ve sonuçları konusunda kamuoyuna karşı sorumludur ve kamuoyu önünde hesap verme yükümlülüğü altındadır. Para politikasının amaçları ve sonuçları hakkında kamuoyu ile sık sık paylaşımlarda bulunulması EH'nin en ayırt edici özelliklerinden birisidir. EH, para politikasının uzun dönemli birincil amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı olmasının yanında, uygulanan politikaların neticesinde ortaya çıkan sonuçların kamuoyu ile paylaşılacağına dair güçlü bir taahhüt içermektedir.

EH'de merkez bankası fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda açık bir enflasyon hedefi ilan ederek hesap verebilirlik açısından bir ölçüt ortaya koymuş olur. Gerçekleşen enflasyon ile hedef arasındaki fark merkez bankasının para politikasındaki başarısını ortaya koymaktadır. Diğer bir ifadeyle açık bir şekilde tanımlanan ve kamuya ilan edilen enflasyon hedefi hesap verebilirliği teşvik etmektedir. Bu açıdan, EH'nin en büyük avantajlarından bir tanesi nominal çapayı para politikasının nihai amacı cinsinden tanımlayarak ekonomik birimler ile iletişimi kolaylaştırmasıdır.

Ancak, bazı merkez bankaları enflasyon hedefi olarak açık ve belirli bir sayısal hedef ilan ederken diğer merkez bankaları bu kadar açık olmak konusunda isteksizdirler. Örneğin, AMB ve Fed açık sayısal bir enflasyon hedefi ilan etme yönünde istekli ancak, kendisine yeterli esnekliği sağlamayacağı düşüncesi ile buna tam bir hedef muamelesi yapmak hususunda isteksizdir. Aynı zamanda bu bankalar kendilerini EH kullananlar şeklinde sınıflandırılmak konusunda da gönülsüzdürler. Bunun nedeni, "hedef" sözcüğünün kullanımının kamuoyunun enflasyon hedefinin kesin bir şekilde ve çok spesifik bir zaman dilimi için gerçekleştirilmesini beklemelerine yol açacak olmasıdır (Mishkin, 2011: 14-15).

Diğer taraftan EH'nin performansının enflasyon üzerinden değerlendirilmesi, politika yapımcıları enflasyon üzerinden hesap verebilir kılmaktadır. Bu durum, merkez bankasını diğer para politikası amaçlarını feda etmek pahasına enflasyona çok fazla odaklanmaya itmektedir. EH'nin performansının enflasyon üzerinden değerlendirilmesi, en azından kavramsal düzeyde, bu stratejinin potansiyel dezavantajını oluşturmaktadır. (Walsh, 2008: 23).

#### 1.2.7.4. Enflasyon Hedeflemesinde Çatışan Amaçlar ve Şeffaflık

EH'nin iletişim stratejisindeki en temel eksikliklerden bir tanesi çoklu amaçlar arasındaki dengeyi açık bir şekilde tanımlamıyor oluşudur (Faust ve Henderson, 2004: 124). Esnek enflasyon hedeflemesinde, merkez bankaları enflasyondaki oynaklıkların yanı sıra çıktı açığındaki oynaklıkların minimizasyonunu da amaçlamaktadırlar. Merkez bankasının enflasyonun yanında reel ekonomik istikrara da yönelmiş olması, para politikasının niyeti hakkında piyasaların yanlış algılamalar içerisine girmelerine ve para politikasının kredibilitésinin sarsılmasına yol açabilmektedir. Bu nedenle, esnek enflasyon hedeflemesinde para politikasının amaçlarının ve bu amaçlara hangi sınırlar içerisinde ulaşılmaya çalışılacağıın kamuoyuna etkin bir iletişim stratejisi ile ilan edilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda, karşılaşılabilecek bazı sorunlar önceden tanımlanarak, bu sorunlarla karşılaşılmaması durumunda hangi politikaların takip edileceğinin baştan ilan edilmesi EH'nin uygulanabilirliğini arttıracaktır. Böylelikle, ekonomide enflasyonu ya da çıktı açığı oynaklığını hedefin ardına iten herhangi bir durum ile karşılaşıldığında, uygulanacak politika değişiklikleri önceden duyurulduğundan herhangi bir kredibilite problemi ortaya çıkmayacaktır.

EH'nin şeffaflığı enflasyonun yanı sıra çıktıya ait projeksiyonlar ve politika faiz oranına ilişkin tahmin edilen zaman patikası yayımlanarak arttırılabilir. Reel ekonomik istikrarın para politikası amaçları arasında yer aldığı esnek enflasyon hedeflemesinde, enflasyon hedefine dair taahhütte bulunulurken bu bazı koşulların açık bir şekilde belirtilmesinde yarar vardır<sup>34</sup>. Bu koşullarda ekonomiyi enflasyon hedefinin uzağına sürükleyebilecek bir şok meydana geldiğinde şokun kaynağının açıklanarak, enflasyonun zaman içinde hedefe tekrar nasıl döndürüleceğı belirtilir. Bu, enflasyonu hedef aralığına çok çabuk bir şekilde geri döndürmeyi amaçlayan ve politik sistemden itirazlar ile karşılaşılabilecek sert politika önlemleri ile karşılaştırıldığında güvenilirliği arttıran bir mekanizma sunar. Diğer taraftan, maliye politikası da merkez bankasının enflasyon üzerindeki kontrol yeteneğini baltalayan potansiyel bir şok kaynağı olarak düşünölmelidir. Bu durum enflasyon raporlarında tartışılmalı ve enflasyon projeksiyonlarına yansıtılmalıdır (Sims, 2004: 297-298).

---

<sup>34</sup> Merkez bankası bu tür koşulları cayma maddeleri kapsamına almaktadır. Cayma maddelerine ikinci bölümde geniş ölçüde yer verilecektir.

Bu nedenlerle EH'ye yönelik desteğin ve güvenilirliğin korunması adına merkez bankaları çıktı açığı istikrarsızlıkları hakkındaki niyetlerini en baştan kamuoyu ile paylaşmalıdır. Norveç Merkez Bankası, enflasyon hedefleyen merkez bankaları içinde, enflasyonun yanı sıra reel değişkenlerinde hedefleri arasında yer aldığını en açık şekilde ifade eden bankadır. Banka her bir *Para Politikası Raporu'nda* uygun para politikası duruşunu tanımlayan iki kritere yer vermektedir: Bunlardan birincisi, enflasyonun hedefe yakın olması; diğeri ise, enflasyon patikası ile kapasite kullanım oranı patikası arasında makul bir dengenin sağlanmasıdır. Bu iki kriter birbiri ile çelişen değil, aksine birbiri ile denge içerisinde olması gereken amaçlar şeklinde görülmektedir (Woodford, 2007: 11). Bununla birlikte, çoğunlukla merkez bankaları çıktı açığındaki dalgalanmalar ile ilgilendiklerini açık bir şekilde ortaya koyma konusunda isteksiz davranmaktadırlar. Bunun nedeni, çıktı açığı oynaklıklarını minimize etme kaygısı taşıdıklarını açık etmeleri durumunda bunun kamuoyu tarafından destek görmeyeceği ve merkez bankasına ve enflasyon hedeflemesine yönelik desteğin azalacağı korkusudur.

Enflasyon beklentilerinin çapalanma ihtiyacı, enflasyon hedefleyenler kadar enflasyon hedeflemeyen merkez bankalarının da daha şeffaf olma yönünde bir dönüşüm göstermelerine neden olmuştur. Ancak, EH'de enflasyon dışındaki amaçlar konusunda şeffaflık yönünde atılacak pek çok adım mevcuttur. Eğer enflasyon hedeflemesi etiketi merkez bankasının reel ekonominin gidişatına yönelik projeksiyonlarını ve politika eylemlerinin bu projeksiyonları nasıl etkileyeceği konusunda daha açık olunması için engel teşkil ediyorsa, enflasyon hedeflemesinin başarılı sonuçlar ortaya koyamayacağı açıktır (Sims, 2004: 297).

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN TEORİK VE UYGULAMA BAKIMINDAN ESNEKLİĞİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

1990'lı yıllardan 2000'li yılların ortalarına kadar küresel ölçekte yaşanan makroekonomik istikrar ve bunun sonucu olarak iktisadi değişkenler arasında ortaya çıkan tahmin edilebilir ilişkiler merkez bankacılığının son derece sade bir analitik çerçeveye oturtulmasına olanak tanımış, bu dönemde “para politikasının bilimi” üzerine büyük ölçüde uzlaşa sağlanmıştır. Ancak, yaşanan son mali kriz para politikası hakkındaki bu uzlaşmayı kısmen bozmuştur. Buna rağmen, Neoklasik sentezin beş prensibi ve bu prensiplere göre şekillenen *esnek enflasyon hedeflemesi* aynı oranda geçerliliğini korumaktadır. Diğer bir deyişle, merkez bankalarının Neoklasik sentezin beş prensibine bağlı kalması gerektiğini savunan teoriler bütünüyle en az kriz öncesi olduğu kadar güçlüdürler. Dolayısıyla, *merkez bankalarının açık bir sayısal bir enflasyon hedefi ilan ederek, uzun dönemde fiyat istikrarını tesis edebilmesi için güçlü, güvenilir bir taahhüt sunması aynı zamanda da kısa dönemde hasılayı doğal seviyesinde dengede tutacak politikalar takip etmek için yeterli esnekliğe sahip olması gerektiği hipotezi için güçlü analitik dayanaklar varlıklarını hala korumaktadırlar* (Borio, 2011: 11; Mishkin, 2011: 32).

Esnek enflasyon hedeflemesine yönelik destekler finansal kriz sonrasında zayıflamamış ve bu sistemin terk edilme olasılığının çok düşük olduğu anlaşılmış olsa da krizden çıkarılması gereken bazı dersler olduğu açıktır. Öncelikle, dünya çapında pek çok ekonomiyi daha erken değilse bile 2008 yılından itibaren tamamen etkisi altına alan ekonomik çöküş, EH'nin şiddetli bir kriz durumunda merkez bankasına yeterli manevra alanını sağlayacak esnekliği sağlayıp sağlamadığının sorgulanması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bunun sonucu olarak, esnek enflasyon hedeflemesinin nasıl yürütülmesi gerektiği ve esnekliğin ne anlama geldiği gibi ayrıntılar üzerinde yeniden düşünmek gerekmektedir (Siklos, 2010a: 60; Mishkin, 2011: 32). Bu bağlamda, EH'nin



para politikasının esnekliğini azaltıp azaltmadığı noktasında bir değerlendirme yapılacaksa öncelikle, merkez bankaları için dönem kısıtı altında hangi amaçların ulaşılabilir hangilerinin ulaşılabilir olmadığı konusunda gerçekçi olmak kritik öneme sahiptir.

Bu bağlamda, “*EH katı politika kuralı mıdır? EH yalnızca fiyat istikrarına odaklı bir sistem midir?, fiyat istikrarı dışındaki amaçların EH’deki yeri nedir? Hangi koşullarda merkez bankası reel ekonomik performans ile ilgilenebilecektir? EH’ye esneklik sağlayan, sahip olduğu hangi operasyonel özelliklerdir? Daha esnek bir sistem için EH pratikte nasıl modifiye edilebilir?*” sorularına bu bölümde cevap aranmaya çalışılacak, EH’nin esnekliği teorik ve uygulama özellikleri açısından ele alınacaktır.

## **2.1. Enflasyon Hedeflemesinde Tartışmalar: Katı Bir Kural mı? Esnek Bir Sistem mi?**

EH, para politikası gündeminde yer almaya başladığından bu yana *kurala dayalı katı bir para politikası sistemi* olduğu gerekçesi ile eleştirilmiş, hatta bazı merkez bankaları esnekliklerini azaltacağı düşüncesi ile EH’ye karşı direnç göstermişlerdir. Aslında para politikasında *kurala ve takdire dayalı politika* tartışmaları çok eskiye gitmektedir. Ancak nispeten yeni bir para politikası olan enflasyon hedeflemesi de bu tartışmalarda yerini almıştır. *Kural ve takdire dayalılık* arasındaki tartışmalar, kurala bağlı olmanın sağladığı “*dinamik tutarlılıktan elde edilen kazançlar*” ile yine kurala bağlı olmanın neden olduğu “*esneklik kaybı*” arasındaki bir değiş-tokuş meselesi etrafında dönmektedir. EH’nin tartışmanın hangi tarafında yer aldığı sorgulayabilmek için takdire dayalı politika ile kurala dayalı politikalar arasındaki farkların bilinmesi gerekmektedir.

### **2.1.1. Takdire ve Kurala Dayalı Para Politikası Tartışmaları**

Para politikası stratejilerinin “takdire dayalı” ve “kurala dayalı” olarak sınıflandırılması tartışmaları Simons (1936)’dan beri para politikası üzerine olan tartışmaların merkezinde yer almaktadır. Liberal ekonomiye geçiş aşamasında mevcut parasal sistemin geçilmeye çalışılan liberal sistem ile uyumlu olmadığını, bu nedenle ciddi bir revizyona ihtiyaç duyduğunu ileri süren Simons, planlı ekonomiden sonra geçilen liberal sistemde, girişim ve rekabetin malların üretim ve dağıtımını etkin bir şekilde

kontrol ve idare edebilmesi için istikrarlı bir kurallar sisteminin sağlanması gerektiğini ifade etmektedir. Böylelikle, takdire dayalı ve kurala dayalı politika tartışmalarının fitilini ateşlemiş olan Simons, mevcut parasal sistemi taşıdığı belirsizlikler yüzünden eleştirmiş ve *girişim sisteminin* parasal otoritelerin eylemlerindeki ya da parasal düzenlemelerdeki *aşırı belirsizlik* yüzünden etkin bir şekilde işleyemeyeceğini ileri sürmüştür. Simons'a göre, para için *belirli, istikrarlı ve yasalara dayalı kurallar* özgür girişime dayalı sistemin hayatta kalabilmesi için olağanüstü öneme sahiptir (Simons, 1936: 1-3).

Ancak, kurala dayalı para politikası yürütme fikrine merkez bankalarınca pek sıcak bakılmamıştır. Merkez bankalarının düşüncesine göre kurala bağlılık, para politikasının basit bir formül ve hesap makinesine sahip olan bir memur ya da bilgisayarlar ve matlap programları ile donanımlı doktoralı bir grup ekonomist bileşimlerinden ibaret olacağı anlamını taşıyordu. Kurala dayalı politika, sanki zorunlu bir şekilde bağlı kalınmak zorunda olunan *sabit ve tepkisiz* bir şekilde ayarlanmış para politikası aracının uygulanmasından ibaret görülmekteydi. Bu bağlamda, merkez bankaları çevrelerince kurala yöneltilen eleştiriler akademik anlamdaki kural tanımından oldukça uzakta kalmaktaydı. Nitekim, 1983'ten itibaren akademisyenler *aktivist ve aktivist olmayan* kural ayırımını yapmış bulunmaktadır. Bu ayırma göre "*aktivist olmayan kural*" Friedman'in sabit parasal büyüme kuralı gibi merkez bankasının politika aracının<sup>35</sup> sabit bir şekilde ayarlanması iken, "*aktivist kural*" ise bu politika aracının mevcut ekonomik koşullara göre ayarlandığı bir formül olarak açıklanmaktadır. Bu nedenle, merkez bankalarının "*aktivist olmayan kuralı*" baz alarak ileri sürdükleri itirazlar mantıksız ve yanıltıcı olmaktadır. Pek çok merkez bankası aktivist ve aktivist olmayan kural arasındaki ayrımın farkındadır, ancak yine de kurala dayalı politikaların çok katı olduğu konusunda ısrar etmektedirler. Akademik bakış açısına göre ise, asıl konu merkez bankalarının ileri sürdüğü gibi "esneklik kaybı" değildir. Asıl konu, para politikasının günlük bazda mı (takdire dayalı) yoksa devam eden süreç şeklinde mi (kurala dayalı) uygulandığıdır (McCallum, 2003a: 3-5).

Para politikasının günlük bazda uygulandığı takdire dayalı para politikasında para politikası birbiri ile alakasız kararlar dizisinden oluşmaktadır. Para politikasının kurala dayalı olarak yürütüldüğü durumda ise, para politikası devam eden bir süreç şeklindedir.

---

<sup>35</sup> Merkez bankasının doğrudan kontrol edebildiği operasyonel hedef.

Merkez bankasının günlük koşullara en optimal şekilde tepki vereceğini varsayan para politikasının günlük bazda yönetildiği durumda, geçmiş koşulların ve beklentilerin yarın alınacak kararlar üzerinde etkisiz olacağı varsayılarak hareket edilir. Bu, takdire dayalı bir para politikası yönetimidir. *Ancak gerçekte, ekonomik birimler bugünkü kararlarını beklentilerine ve gelecek koşullara göre şekillendirmektedirler. Dolayısıyla yarınki koşullar bugünkü beklentilere bağlı olmaktadır. Bununla birlikte, bugünün koşulları da yarının beklentileri tarafından etkilenmektedir.* Haliyle, para politikasını devam eden bir süreç olarak kabul edip, bu süreci en optimal şekilde dizayn ederek her günün beklentilerinin gelecek günün koşullarını etkilediğini hesaba katmak, para politikasında bir optimizasyonu içermektedir. Bu akademik anlamda *kurala dayalı politika yapımı* olarak ifade edilen süreçtir. Hemen hemen bütün durumlarda, ortalama ekonomik performans bu tarz bir süreçte daha iyidir. Akademisyenlerin kurala dayalı para politikasını desteklemelerinin nedeni de budur (McCallum, 2003a: 3-5).

Esasında takdire dayalı para politikasında merkez bankası zamanın her bir noktası için ekonominin o andaki durumuna göre alabileceği “en iyi” kararı almaya çalışır. Ancak bunu yaparken kararların gelecekte de *aynı şekilde* alınacağını varsayar. Hâlbuki ekonomik aktörler kararlarını kısmen gelecek politika uygulamalarına ilişkin beklentilerine göre şekillendirmektedir. Kydland ve Prescott (1977: 473-475)’e göre böyle bir politika, çok iyi tanımlanmış ve üzerinde anlaşılmış sabit bir sosyal amaç fonksiyonunun olması durumunda bile uygun bir yöntem değildir. Buna göre, politikacıların o anki durum için seçtikleri “*en iyi*” uygulama, tipik olarak sosyal amaç fonksiyonunun maksimizasyonunu sağlamaz. Çünkü rasyonel ekonomik aktörler, ekonomik koşullar değiştiğinde politika yapıcılarının kararlarının nasıl değişeceğini bilmektedirler. Dolayısıyla, sosyal amaç fonksiyonu ve para politikasının yönetimi değiştiğinde ekonomik birimlerin gelecek politikalara ilişkin beklentileri ve kararları da değişir. Sonuç olarak, değişen koşullara yönelik olarak parasal otoritelerin takdiri politikalar ile çıktıyı doğal oranının üstüne çıkarma girişimleri önceden rasyonel ekonomik birimler tarafından tahmin edildiğinden bir enflasyon sapması ortaya çıkar. Nihayetinde merkez bankasının o andaki durumu veri olarak “en iyi” olanı gerçekleştirmeye çalışması daha kötü ekonomik sonuçlara yol açar<sup>36</sup>. Bunun yerine, bazı para politikası kuralları takip edilerek ekonomik performansın

---

<sup>36</sup> Bu durumda enflasyon seviyesi yükselir, işsizlik seviyesi ise enflasyonun optimal olduğu durumdan daha yukarı tırmanır.

geliştirilmesi ve istenmeyen ekonomik sonuçların ortaya çıkmasının önüne geçilmesi mümkündür.

Para politikasının kurala dayalı yürütülmesi gerektiğini savunan akademik literatüre göre, merkez bankasının para politikasının uygulanmasında bir kurala bağlı kalacağına ilişkin güvenilir bir taahhüt sunması önemli kazançlar sağlayacaktır. Esas itibari ile politika kurallarına ilişkin temel ekonomik argümanlar, stratejik davranış analizlerinden gelmektedir. Genel önerme şu şekildedir: Bir oyunun içindeki oyuncu önceden taahhüt verebilme yeteneğinden çok şey kazanacaktır. İlan edilen kurala bağlı kalınacağına ve parasal sürprizler yaratılmayacağına önceden taahhütte bulunarak, takdire dayalı politikaların yol açtığı enflasyon sapmasının azaltılması mümkün olmaktadır. Ayrıca, güvenilirlik artışı sayesinde enflasyon beklentileri daha hızlı düşürülerek enflasyonu düşürme politikalarının ekonomik maliyeti azaltılabilecek ve böylelikle daha iyi bir makroekonomik performans elde edilebilecektir (Hall ve Mankiw, 1994: 71-72; Bernanke ve Mishkin, 1997: 9-10; Bernanke ve diğerleri, 1999: 21).

Diğer taraftan, bir kuralın uygulanmaya başlanması, bu kuralın değişmeden sürekli olarak uygulamada kalmak zorunda olduğu anlamını taşımamaktadır. Zamanla ekonominin işleyişine dair yeni şeylerin öğrenilmesi ya da politika tercihlerinin değişmesi durumunda yeni ayarlamalar yapılabilecektir. Daha açık bir ifadeyle kurala dayalı bir süreç, para politikası enstrümanının güncel ekonomik koşullara göre ayarlanmasına izin veren “Taylor Kuralı” gibi bir planının revizyonuna izin vermektedir. Burada gerekli olan tek şey, bu revizyonun sistematik bir şekilde yapılması ve güncelleme sürecinin “devam eden süreç<sup>37</sup>” tabanı üzerinde yapılandırılmasıdır (McCallum, 2003a: 3-6).

Kısaca bu anlamda kural tabanlı para politikası, bir kurala bağlı kalınacağına verilen taahhüdün neden olduğu katılıklardan uzaktır. Kural tabanlı bir para politikasına bağlı kalınacağına dair verilen bir taahhüt, merkez bankasının ekonomik koşullar hakkında sahip olduğu bilgileri değerlendirmesine, buna göre tedbir almasına mani olmadığı gibi aktarım mekanizmasının işleyişinin değiştiğini düşündüğü durumlarda da politika kuralının biçiminin değiştirilmesine de bir engel değildir. Bu nedenle, kural tabanlı para politikası

---

<sup>37</sup> Güncelleme sürecinin hakim olan ekonomik koşullara göre yapılandırılan geçici bir ayarlama olması durumunda süreç takdire dayalı para politikası versiyonuna dönüşecektir.

yapımı bir yandan takdire dayalı para politikasının sağladığı esnekliği içerirken, diğer yandan da dönem optimizasyonuna dayanan para politikasının ortaya çıkardığı sistematik sapmaları elimine etmektedir (Woodford, 2003: 24).

### 2.1.2. Enflasyon Hedeflemesi: Kural mı? Sistem mi ?

Para politikası stratejilerinin seçimi esasında para politikasının kurala göre mi yoksa takdire dayalı olarak mı yürütülmesi gerektiği konusunda bir tercihi yansıtmaktadır. EH de ilk ortaya çıktığı günden bu yana bu tartışmadan nasibini almıştır. Bir kesim, EH'nin bu ayrımın “*kural*” tarafında yer aldığını savunurken diğer kesim ise EH'nin kural olarak tanımlanması durumunda eksik ifade edilmiş olacağını öne sürmektedir.

Her şeyden evvel EH'yi bir politika kuralı olarak tanımlamadan önce bunun ne gibi kazanç-kayıplara yol açacağına analizinin iyi yapılması gerekmektedir. Bu bağlamda, ilk olarak, para politikasının enflasyon dışında ikinci bir amacının olmaması gerektiği düşüncesi ne halk, ne merkez bankaları ne de para ekonomistleri tarafından çok fazla destek görmemektedir. İkinci olarak, EH'nin *katı bir politika kuralı* olarak uygulanması durumunda ekonomik performansı kötüleştireceği neredeyse kesindir. Katı EH'de olduğu gibi enflasyon üzerine aşırı odaklanması, özellikle de ekonomiyi zaman zaman vuran petrol fiyatlarındaki yükselişler gibi geniş arz yanlı şokların ortaya çıkması durumunda ekonomiyi oldukça istikrarsız hale getirecektir. Ayrıca, para politikasında esnekliğin kaybedilmesine neden olan böylesi bir ön taahhüdün kazançlarının da ne olacağının sorgulanması gerekmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 9-10; Bernanke ve diğerleri, 1999: 21).

EH'yi katı talimatlar içeren bir politika kuralı olarak kabul etmeyen kesime göre, EH'yi bir kural olarak düşünmek yanlıştır. *İlk olarak*, teknik bakımdan EH, merkez bankasına sunulan basit *operasyonel talimatlar bütünü* değildir. Daha ziyade, EH, merkez bankasının fiyat istikrarı amacına ulaşabilmek için gerekli gördüğü her türlü bilgi eşliğinde yapısal modelleri ve tahmin modellerini kullanmasını gerektirmektedir. Diğer bir ifadeyle EH birincil amaç olarak tek bir hedefe odaklanmış olsa da, bir “*herşeye bak*” stratejisidir. *İkinci ve daha önemli olarak* ise pratikteki uygulamalara bakıldığında, EH politika yapıcılara önemli derecede takdir yetkisi vermektedir. Enflasyon hedefleyen merkez

bankaları, *orta ve uzun dönemli enflasyon hedeflerinin koyduğu sınırlar içerisinde olmak üzere*, işsizlik oranlarına, döviz kuru dalgalanmalarına ve diğer kısa dönemli olaylara reaksiyon gösterebilecekleri önemli bir manevra alanına sahiptirler. Diğer bir deyişle, enflasyon hedefleyen merkez bankaları tamamen enflasyon hedeflerine kilitlenerek reel sonuçları göz ardı etmemekte, bunun yerine enflasyon hedefi ve reel ekonomik istikrar arasında bir denge kurmaktadır. Bunlar, uyguladıkları EH sisteminin kısa dönem istikrarsızlıklarla mücadele edebilme esnekliğine atfen *esnek enflasyon hedefleyicileri* olarak adlandırılmaktadırlar (Bernanke ve diğerleri, 1999: 21; Walsh, 2008: 19).

Bernanke ve diğerleri (1999: 22) ve Kahn (2009: 126)'a göre EH'nin bir kural olarak değil, bir para politikası sistemi olarak değerlendirilmesi daha doğru bir yaklaşımdır. EH basit bir kural ile sınırlandırılmış olarak parasal otoritenin takdir yetkisine (*sınırlı takdir yetkisi*) izin veren bir sistemdir. Burada enflasyon hedefinin bir *nominal çapa* fonksiyonu görmesi merkezi bir rol oynamaktadır. Gemilerdeki çapa gibi enflasyon hedefleri de ekonomi gemisini uzun dönemde istenilen bölgede tutmaktadır. Bunu yaparken, beklenmedik dalgalanma ve akıntılara karşı koyabilme esnekliği de sağlamaktadır. Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedeflemenin aksine, EH'de nominal çapa doğrudan para politikasının nihai amacı cinsinden tanımlanmaktadır.

EH'yi bir kural olarak değerlendiren Svensson (1999a: 608)' a göre ise, EH diğer politika rejimlerine göre *sistemik ve optimizasyona dayanan para politikasına* dair daha güçlü bir taahhüdü içermektedir. Bu nedenle, hem kayıp fonksiyonu hem de politika kararlarının alınma biçimi açısından EH bir "*hedefleme kuralı*" olarak yorumlanabilir.

Ancak, Faust ve Henderson (2004: 119)' a göre, *Svensson tipi kural* merkez bankasının kısa dönemli istikrar sağlayıcı politikalar yürütmesini engelleyici katı bir kural değildir. Daha ziyade Svensson, merkez bankasının sahip olduğu takdir yetkisini bir kural olarak nasıl kullanılacağına ilişkin bir tavsiye sunmaktadır. Bu anlamda, Svensson tipi bir kural zorlayıcı kısıtlayıcı bir kuralı temsil etmemektedir.

Kaldı ki EH'nin kural olarak düşünülmesi durumunda uygulamaların homojen bir yapı sergilemesi beklenir. EH hakkında kesin olan şey ise uygulamaların ülkeler arasında önemli farklılıklar sergilediğidir. Örneğin, İngiltere ve Kanada Merkez Bankaları döviz

kuruna müdahalelerde bulunurlarken, Avustralya ve Yeni Zelanda bulunmamaktadır. Şeffaflık için diğer bir boyuttur. Çek Cumhuriyeti, İzlanda, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere faiz oranı tahminlerini yayınlarken, diğer enflasyon hedefleyicisi olan merkez bankaları bunu yapmamaktadır (Walsh, 2008: 19).

EH'nin bir kural olup olmadığı konusundaki tartışmalar değerlendirildiğinde ve ülke uygulamalarına bakıldığında, EH'nin kısa dönemde karşılaşılabilecek makroekonomik istikrarsızlıklara karşı merkez bankasının ellerini bağlayacak nitelikte bir strateji olmadığı, bu anlamda katı bir kural olmanın çok uzağında kaldığı sonucuna ulaşılabilmektedir. Sağladığı *sınırlı takdir yetkisi* sayesinde EH uygulayıcıları bir taraftan bir enflasyon hedefine bağlı kalınacağına dair sunulan bir taahhüt ile *beklentileri kontrol altında tutabilirken*, diğer taraftan kısa dönemli dalgalanmalarla mücadele edilebilecek yeterli *esnekliğe* sahip olmaktadır.

Diğer taraftan Kahn (2009: 126)'a göre bu sınırlı takdir yetkisi EH'nin hem zayıf hem de güçlü yanını oluşturmaktadır. Bunun nedeni, esnekliğin değişik koşullar altında farklılaşabileceğidir. Bu farklılaşma EH'nin şeffaflığına gölge düşürmektedir. Ayrıca, zayıf kurumsal sistemlere sahip olan ülkelerde EH, parasal otoriteye çok fazla takdir yetkisi sağlayabilmektedir. Sağlanan bu takdir yetkisinin ise istenmeyen ekonomik sonuçlara yol açma ihtimali yüksektir. Bu nedenle EH'nin parasal otoriteye sunduğu takdir yetkisinin sınırlandırılması için para politikası süreci içerisinde kamuoyu ve politik otoritenin gözetleyici ve denetleyici olarak yer alması önemlidir.

## **2.2. Para Politikasında Çatışan Amaçlar: Enflasyon ve Büyüme**

2. 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* seçmektir. 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 çıktı<sup>38</sup>. 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.

Daha önce ifade edildiği gibi, 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 gerçektir<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Esasında Phillips'in enflasyon ve işsizlik arasında bulduğu 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).

<sup>39</sup> 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 (EH'nin) çoklu amaçları içerip içeremeyeceği başka önemli bir tartışmalı alandır. Buna göre, uygulanan para politikası sistemi içinde enflasyon dışında başka bir amaca yer verilebilmekte midir? Ne ölçüde yer verilebilmektedir? Birbiri ile çatışan amaçlar arasındaki denge nasıl sağlanabilecektir?

### **2.2.1. Enflasyon Hedeflemesinde Çıktı Açığı ve Reel Ekonomik İstikrar**

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 adıdır<sup>40</sup>. 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 sürmüşlerdir<sup>41</sup>. Hatta bazı EH 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 edilip edilmeyeceği konusu, para politikası tartışmalarının tekrar merkezine oturmuştur (Akyazı, 2004: 48).

Yukarıda da değinildiği gibi uygulanmaya başlandığının ilk yıllarında EH tamamen *enflasyon çılgını (inflation nutter)* bir strateji olarak yorumlanmıştır. Bu kavramsal düzeyde temelsiz bir iddia olmamakla birlikte uygulamada karşılığını bulmamıştır (Bkz. Tablo 3). Açık bir şekilde enflasyon hedefi ilan eden merkez bankalarının "*enflasyon çılgını*" şeklinde davrandığına işaret eden ne kurumsal ne de geçmişteki uygulamalara dayalı yok denecek kadar az kanıt mevcuttur. Temelde EH sistemi, merkez bankasının fiyat istikrarına daha fazla ağırlık vermesi, reel ekonomik istikrarın sürdürülmesi vb. ile ise daha az meşgul olunmasını içermektedir. Ancak bu, EH'de *diğer makroekonomik amaçların göz ardı edileceği* anlamı taşımamaktadır. EH'de merkez bankası çıktı açığını tamamen para politikası kapsamı dışına itmemeyle birlikte aslında onu daha uzun bir vadeli bir amaç olarak içermektedir. Burada, EH uygulayan bir merkez bankasının amacı çıktı açığının uzun vadede istikrarlı bir seyir izlemesini sağlamaktır (Kuttner ve Posen, 1999: 15; Mishkin, 2006a: 17).

---

<sup>40</sup> Esasında, bu tanım literatürde esnek enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmaktadır.

<sup>41</sup> Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Friedman ve Kuttner (1996).

**Tablo 3: 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.
<b>EH Uygulayan Gelişmiş Eko.</b>	2.20	1.38	2.30	1.60	2.12	0.24	2.25	0.51	2.99	1.63	1.26	2.53
<b>EH uygulamayan Gelişmiş Eko.</b>	1.47	0.70	1.41	1.59	1.44	0.24	1.29	0.55	1.97	1.66	0.40	3.38
<b>EH Uygulayan Gelişen Piyasa Eko.</b>	4.14	1.19	4.50	1.76	4.29	0.73	4.19	0.54	4.51	1.80	3.65	3.85
<b>EH Uygulamayan Gelişen Piyasa Eko.</b>	7.29	3.01	5.25	2.72	7.33	2.69	4.65	1.20	7.13	4.50	4.13	5.53

**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.

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

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;

$$L(\pi_{\tau}) = \frac{1}{2}(\pi_{\tau} - \pi^*)^2 \quad (8)$$

şeklinde olacaktır. Yukarıdaki kayıp fonksiyonunda  $\pi_{\tau}$ ,  $\tau$  döneminde gerçekleşen enflasyon oranı;  $\pi^*$  ise hedeflenen enflasyon oranıdır. Bu fonksiyona göre, merkez

bankasının tek amacı gelecekte beklenen hedeften sapmaların<sup>42</sup> 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 ( $\pi^*$ ) olduğu, fakat doğal çıktı düzeyi dışında uzun dönem çıktı hedefinin olmadığı<sup>43</sup> 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:

$$L(\pi_t, y_t) = \frac{1}{2} [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda y_t^2] \quad (9)$$

Burada,  $\lambda > 0$  durumu para politikasında *çıkta 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  $\pi^*$  ve sıfırdır. Çıktı açığı için hedeflenen seviyenin sıfır olması çıktı 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

---

<sup>42</sup> 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).

<sup>43</sup> Para politikası uzun dönemde çıktı düzeyi üzerinde etkisizdir.

uzlaşa mevcuttur. Bu nedenle, EH’de kullanılan “*sınırlı ihtiyarlık*” enflasyon sapmasına<sup>44</sup> 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, KMB, AMB ve İMB 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

---

<sup>44</sup> Bkz. Kydland ve Presscott (1977) ve Borro ve Gordon (1983).

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).

### 2.2.2. Enflasyon Hedeflemesi ve Çıktı Oynaklığı

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 etmektedir<sup>45</sup>. Buna göre, enflasyonu dengede tutmak, reel ekonomik faaliyetlerdeki oynaklığın artması maliyetini getirmektedir. Dolayısı ile bu modellere göre, enflasyon hedeflemesinde enflasyonun istikrarına aşırı odaklanılması 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 para politikasının 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

---

<sup>45</sup> 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.

beklentilerini karşılayacak şekilde bu değiş tokuş ilişkisinde uygun bir noktayı seçebilme esnekliği vardır (Meyer, 2002: 153).

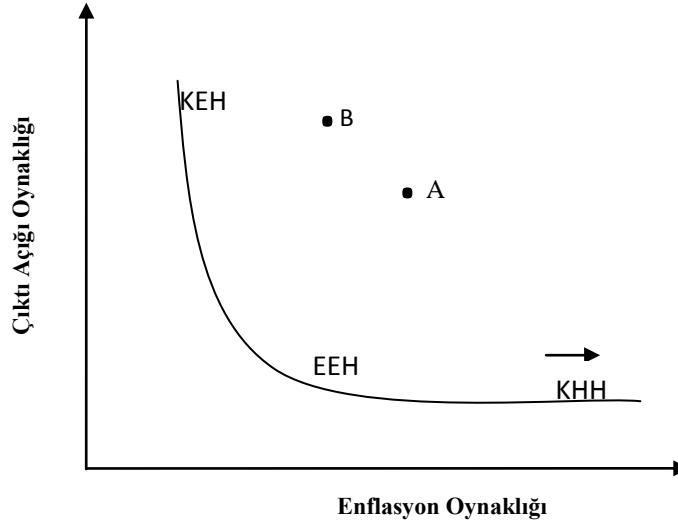
Para teorisyenlerine göre tam istihdam hedefi doğal istihdam oranı, çıktı açığı ise potansiyel çıktıdan sapmalar şeklinde tanımlandığı sürece para politikası amaçları arasında bir tutarsızlık olmayacağından; ikili ya da hiyerarşik amaç stratejileri arasında gerçek bir farklılık ortaya çıkmayacaktır. 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).

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).

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 ulaşılabilir sonuçları temsil etmektedir (Svensson, 2003a: 8-9).

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



\*KEH: Katı enflasyon hedeflemesi, EEH: Esnek enflasyon hedeflemesi, KHH: Katı hasıla açığı hedeflemesi

**Kaynak:** Svensson, 2003a: 8

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 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 yapıcılar, uzmanlar ve araştırmacılar, esnek enflasyon hedeflemesinin para politikası için enflasyon ve çıktı açığı oynaklığı arasındaki en iyi ödünleşim olduğu konusunda dikkate değer bir uzlaşa içerisinde dirler (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, Gonçaves 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 başarabilmektedirler<sup>46</sup>. 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 çalışmanın sonuçlarına göre, EH'nin uygulanmaya başlanması gelişmekte olan ülkelerde ekonomik performans açısından en iyi sonuçların elde edilmesine katkı sağlamaktadır.

### **2.2.3. Enflasyon Hedeflemesine Reel Ekonomik İstikrar Amacının Dahil Edilmesinin Ortaya Çıkardığı 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

---

<sup>46</sup> Yazarlar bu başarıyı enflasyon hedeflemesinin karakteristiği olarak sık sık ifade bulan “şoklarla mücadele edebilme esnekliği” ne bağlamaktadırlar.

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 odaklanmasıdır. 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).

### **2.3. Enflasyon Hedeflemesinin Şoklara Tepki Verebilme Yeteneği**

EH pek çok ülkede çıktı açığını olumsuz bir şekilde etkilemeden ilk olarak enflasyonu *düşürmenin*, ardından ise hem düşük hem de istikrarlı enflasyon ve enflasyon beklentilerinin *sürekliliğini sağlamanın* etkin bir yolu olarak benimsenmiş ve uygulamaya konulmuştur. EH'nin ortalama enflasyon seviyesi ve çıktı açığı açısından oldukça başarılı sonuçlar ortaya koymasına rağmen, aynı stratejinin herhangi bir dışsal şok meydana gelmesi durumunda enflasyon ve çıktındaki dalgalanmaları arzu edilebilir seviyelere getirmekte ne kadar başarılı olduğu o kadar açık değildir (Svensson ve Woodford, 2004: 19). King (1999: 15; 1997: 87)' e göre “...bir para politikası, dönem başında belirlenen bir enflasyon hedefi ile beklenmeyen şoklara karşı verilecek bir tepki stratejisinin bileşimi” şeklinde tarif edilebilmektedir. Aslında, EH'nin bu açıdan çok iyi işleyeceği yönündeki beklenti onun en önde gelen avantajlarından biri olarak sık sık vurgulanmaktadır. Örneğin King (1997), EH'nin basit parasal kurallara göre üstünlüğünün bu noktada ortaya çıktığını ifade etmektedir. King (1997)'e göre para politikasının basit bir parasal kurala ya da EH'ye göre yürütüldüğü durumda ortalama enflasyon ve enflasyon beklentileri düşük bir şekilde sürdürülebilirken, EH'nin uygulandığı durumda şoklara karşı da kısa dönemde optimal tepkiler verebilmektedir (Svensson ve Woodford, 2004: 19-20). Bu anlamda EH'nin en büyük avantajı para politikasında kural ve takdire dayalılık özelliklerini bir araya getirebilmesidir. Bu “*sınırlı takdire dayalılık*” iki ayrı unsuru bir çatı altına toplamaktadır: Bunlar orta vadeli açık sayısal bir enflasyon hedefi ve kısa dönemde şoklara tepki verebilme esnekliğidir (Jahan, 2012).

Yukarıda ifade edilmeye çalışılan EH'nin şoklarla mücadelede belli bir esnekliğe sahip olduğudur. EH'ye bu esnekliği sağlayan unsurlardan biri stratejinin operasyonel dizaynidir. Buna göre, enflasyon düzeyinin hedeflenen düzeyden çok uzak olduğu ya da bir şok sonucu enflasyonun hedeften çok uzaklaştığı durumlarda, enflasyonun hedef düzeyine doğru yavaş yavaş kademeli olarak azaltılmasının tercih edilmesi, EH'nin şoklarla

mücadelesine esneklik kazandıran bir operasyonel özelliğidir. Bu bağlamda, “*hedefe*” zamana yayılarak, kademeli bir şekilde ulaşılmaya çalışılması Svensson (1997: 1132)’in ifadesi ile *çıkıtdaki dalgalanmaların para politikası amaçları (kayıp fonksiyonu) içerisinde yer aldığı bir göstergesidir*<sup>47</sup>. Enflasyon hedefinin bant aralığı şeklinde belirlenmesi de para politikasına esneklik kazandıran bir operasyonel özelliktir. Merkez bankasının enflasyon hedefini bant aralığı şeklinde belirlemesi, herhangi bir ekonomik şokun etkisiyle enflasyon oranında bir sıçrama meydana gelmesi durumunda enflasyon tekrar hedefe yaklaştırılırken “*optimal bir uyum hızı*” sağlayabilmektedir (Akyazı, 2004: 80). Sağladığı esneklik göz önüne alındığında nokta hedef yerine bant aralığının tercih edilmesi açık şekilde merkez bankasının çıkıtdaki dalgalanmaları önemseydiğinin bir göstergesidir. Ancak, belirtmek gerekir ki, hedeflenen bant aralığının alt sınırına olan taahhüdün en az üst sınır kadar bağlayıcı olması gerekmektedir (Mishkin, 2006a: 17).

Enflasyon hedeflemesinde şoklara tepki verebilme yeteneği incelenirken kayıp fonksiyonuna enflasyondan başka bir değişkenin giremediği *katı enflasyon hedeflemesi* ile para politikasının enflasyonun yanı sıra çıktı açığı gibi başka bir amaçları güdebildiği *esnek enflasyon hedeflemesi* arasında ayırım yapmak gerekmektedir. Katı EH altında hedefleme kuralı oldukça basittir. Yapılması gereken tek şey para politikası aracını kontrol dönemine karşılık gelen bir zaman boyutu için yapılan enflasyon tahmini uzun dönem enflasyon hedefine daima eşit olacak şekilde ayarlamaktır. Kontrol dönemine karşılık gelen enflasyon tahminlerinin hedeften sapmasına neden olan herhangi bir şok meydana geldiğinde, şokun enflasyon üzerindeki etkisi para politikası aracı sapmayı giderecek şekilde ayarlanarak karşılanmak zorundadır (Svensson, 1999b: 356). Bu bağlamda, katı EH’de enflasyon hedefinin korunması pahasına reel ekonomide meydana gelecek istikrarsızlıklar tamamen göz ardı edilmektedir. Bu durum, çıktı açığının büyümesine neden olan bir arz şokunun meydana gelmesi durumunda daha kötü sonuçlara yol açacaktır. Çünkü enflasyonun hedefe yaklaştırılması için daraltıcı politika tedbirlerinin hızlı bir şekilde uygulanması çıktı açığının daha da büyümesine neden olacaktır.

Esnek EH’de ise uygulama açısından durum bu kadar basit değildir. Esnek EH’de, para politikası aracı enflasyon tahmini uzun dönem enflasyon hedefine aşamalı bir şekilde

---

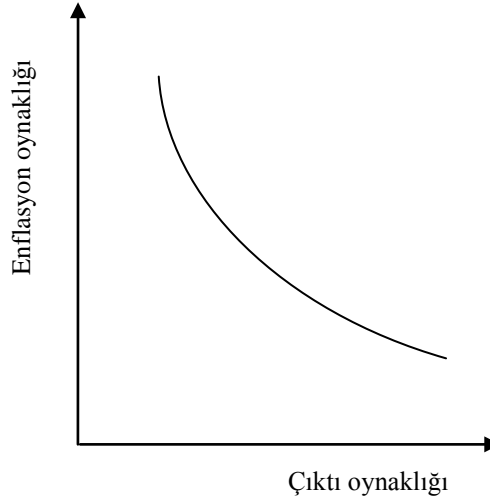
<sup>47</sup> Enflasyon hedeflemesine esneklik sağlayan operasyonel özellikler daha sonraki bölümde çoklu amaçları dengelemede yaklaşımlar başlığı altında incelenecektir.

yaklaştırılacak şekilde ayarlanır. Örneğin, kayıp fonksiyonunda çıktı açığının istikrarına bir miktar ağırlık koyulduğu durumda, iki yıllık enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefinden sapması önceden belirlenmiş bir yıllık enflasyon tahmininin aynı hedeften sapmasının belli bir oranı olmalıdır. Sonuç olarak, esnek EH’de şoklara karşı kademeli şekilde tepki gösterilir. Enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefine doğru yaklaştırılmasında ne kadar kademeli bir yol benimsenirse çıktı ve para politikası aracı değişkenliği de o kadar az olacaktır (Svensson, 1999b: 356).

Aynı şekilde ekonomik bir şok dalgası yaşandığında nominal/reel faiz oranlarında artış ve reel döviz kuru değerlenmesi esnek EH altında katı EH’ye göre çok daha ılımlı olmaktadır. Şokun etkisi ile hedeften uzaklaşan enflasyon oranı kademeli bir şekilde tekrar hedefe döndürülürken, buna mukabil çıktı açığında meydana gelecek artışlar daha sınırlı kalabilmektedir. Bu, aynı zamanda çıktı açığının esnek EH altında daha istikrarlı hale geldiği anlamını taşımaktadır (Svensson, 2000: 175).

Para politikasının şoklara vereceği tepki başlı başına bir seçim meselesidir. Çıktı ve enflasyonu zıt yönlerde etkileyen bir şok ile karşı karşıya kaldığında merkez bankasının bir tercih yapması gerekecektir. Böyle bir durumda merkez bankası mümkün olan en kısa sürece enflasyonu tekrar hedeflenen düzeye geri getirebilir ki bu, şokun çıktı üzerinde başlangıçta meydana getirdiği etkiyi daha da şiddetlendirebilecek; ya da hedefe daha yavaş adımlarla yaklaşılacak ve çıktı üzerindeki negatif etki böylelikle azaltılabilecektir. Her ne kadar enflasyon ve çıktı arasında istikrarlı bir değiş tokuş ilişkisi olmasa da, enflasyon ve çıktı oynaklığı arasında bir değiş tokuş ilişkisi vardır. Bu değiş tokuş ilişkisi “Taylor Eğrisi” olarak bilinmektedir (Şekil 2). Eğrinin pozisyonu ekonominin durumu (özellikle de ekonomiyi vuran şokların varyansları) ve para politikasının davranışı tarafından belirlenmektedir. *Taylor eğrisi, uygun para politikaları ile elde edilebilecek enflasyon ve çıktı oynaklığı bileşimlerinin geometrik yerini göstermektedir.* Taylor eğrisi, merkez bankasının kayıp fonksiyonunda enflasyon ve çıktı değişkenliğine koyduğu nispi ağırlıklar, diğer bir ifade ile enflasyon hedefi için zımni süre değiştirilmek sureti ile elde edilebilir. Eğri üzerinde soldan sağa doğru aşağı yönlü hareket edildiğinde enflasyonun tekrar hedefe ulaştırılması için daha kısa bir süre tercih edilmekte; böylelikle, enflasyon oynaklığı azalırken çıktı oynaklığı yükselmektedir. Taylor eğrisi, merkez bankasının karşı karşı kaldığı tercih durumunu açıklama bakımından oldukça işlevseldir (King, 1999: 30).

## Şekil 2: Taylor Eğrisi



**Kaynak:** King, 1999: 30.

Diğer taraftan, EH'de şoklara verilecek tepki şokun türüne göre farklılaşabilmektedir. Bu konudaki geleneksel görüş, enflasyonu ve çıktıyı aynı yönde etkilediği için toplam talep şoklarının para politikası tarafından nötralize edilmesi gerektiği yönündedir. Arz şokları açısından ise durum daha farklıdır. Bu konudaki geleneksel görüşe göre, arz şoklarına verilecek tepki, çıktı açığı istikrarına koyulan ağırlığa bağlı olacaktır. Eğer pozitif bir ağırlık koyulduysa, bu tip şoklar enflasyon ve üretimi zıt yönlerde etkilediğinden, arz şoklarını kısmen karşılamaya çalışmak optimal bir seçenektir. Sıfır ağırlık koyulması durumunda ise arz şokunun enflasyon üzerindeki etkisi bu şokun üretim üzerindeki negatif etkisini derinleştirmesi pahasına nötralize edilir (Svensson, 1999b: 344).

Para politikasındaki gecikmeler dikkate alındığında, geleneksel görüş buna göre uyarlanmak zorundadır: *İlk olarak*, para politikasında gecikmeler söz konusu olduğunda parasal otorite arz ve talep şoklarının enflasyon ve çıktı açığı üzerindeki birinci devre etkilere müdahale edemez, yalnızca ikinci devre etkileri hafifletebilir. *İkinci olarak*, geçici arz ve talep şoklarına gösterilen tepki daha simetrik bir görünüm arz eder. *Üçüncü olarak*, her iki tip şoka gösterilen tepki, çıktı açığı istikrarına koyulan ağırlığa göre farklılık gösterir. Katı EH (çıktı açığı istikrarına koyulan ağırlık sıfır) altında iki yıllık enflasyon tahmini, şokların bir yıllık enflasyon tahminini nasıl etkilediğine bakılmaksızın uzun dönem enflasyon hedefi doğrultusuna getirilir. Bu nedenle, şokların iki yıllık enflasyon

tahminlerini etkilemesine müsaade edilmemelidir. Diğer taraftan, esnek EH altında (çıkıtı açığı istikrarına koyulan ağırlık pozitif) iki yıllık enflasyon tahminleri şoklara karşılık bir miktar ayarlanır. Şokların gelecek enflasyon üzerindeki etkileri ise aşamalı olarak yok edilir. Şoklara verilecek uygun tepkiyi belirlemenin genel ve operasyonel yollarından biri, “şokları enflasyon tahmininden filtrelemek ve uygun bir eylemde bulunmak” tır. Yani, şokların bir yıllık ve iki yıllık enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi belirlenir ve daha sonra politika aracı buna göre ayarlanır (Svensson, 1999b: 344).

Katı EH ile esnek EH arasında şoklara tepki verebilme yeteneği açısından böyle bir ayırım yapılması Svensson (1999b) tarafından gerekli görülmesine rağmen Goodfriend (2004: 330), katı EH'nin konjonktürel dalgalanmalarda çıkıtıyı potansiyel seviyesi etrafında dengelenmeye çalışılmasıyla tamamen uyumlu bir strateji olduğunu ileri sürmektedir. Goodfriend' e göre katı EH “kısıtlanmış konjonktürel istikrar politikaları için bir çapa” olarak değerlendirilebilecek bir stratejidir<sup>48</sup>. Bu nedenle, esas anlamda çıkıtı ve istihdam seviyesi ile ilgilenenler katı EH'yi destekleyebilirler. Goodfriend'in katı EH'nin uygulanması durumunda konjonktürel istikrar politikalarının uygulanabileceğini ifade ettiği önermesi arz ve talep şokları açısından şöyle açıklanabilir (Goodfriend, 2004: 330):

- Ekonomide toplam talep seviyesinin potansiyel çıkıtı seviyesinin ötesinde yükselmesine neden olan pozitif bir toplam talep şoku meydana geldiğini varsayalım. Böyle bir pozitif toplam talep şoku, emek talebinin yükselmesine ve ücretler üzerinde yukarı yönlü bir baskının oluşmasına neden olacaktır. Herhangi bir parasal sıkılaştırmanın uygulanmaması durumunda bu maliyet baskısı yapışkan (çekirdek) fiyatlara yansıtacaktır. Ancak, kısa dönem faiz oranlarının yükseltilmesi ile merkez bankası toplam talebi potansiyel çıkıtı seviyesi ile uyumlu düzeye çekebilecek, istihdam eski seviyesine dönecek ve ücretler üzerindeki yukarı yönlü baskı böylelikle ortadan kaldırılacaktır. Ücretler üzerindeki artış yönlü baskının ortadan kaldırılması ile ücretler enflasyon hedefi çizgisinde tutulabilecektir. Diğer bir ifadeyle, herhangi bir toplam talep şoku ile karşılaşılması durumunda faiz politikası hem enflasyon hem de çıkıtıyı eşanlı olarak dengeleyebilecektir.

---

<sup>48</sup> Goodfriend enflasyon hedeflemesinin Greenspan döneminde Fed tarafından bu şekilde uygulandığını ifade etmektedir.

- Petrol fiyatlarının geçici olarak yükselmesi sonucu bir toplam arz şoku meydana geldiğinde süreç şöyle işleyecektir. Petrol fiyatı şokuna karşı enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışan faiz oranı politikası aynı zamanda çıktıyı potansiyel seviyesine göre dengelemek için de kullanılabilir. Petrol fiyatlarının yükselmesi, fiyatlarını belli bir dönem için sabitlemiş olan firmalar için üretim maliyetlerini arttıracak ve yeniden herhangi bir parasal sıkılaştırmaya gidilmemesi halinde bu maliyet baskısı fiyatlara yansıtacaktır. Bu durumda merkez bankası fiyatları kontrol altına almak için kısa dönem reel faiz oranlarını azaltarak toplam talebi kısma yoluna gidecektir. Burada merkez bankasının toplam talebi kısmaktaki amacı, petrol fiyatlarındaki artışın üretim maliyetleri üzerinde meydana getirdiği artışı telafi edecek kadar istihdamı ve ücretleri düşürmektir. Böylelikle, toplam talebin potansiyel çıktıda meydana gelen geçici azalmalara intibak etmesi sağlanarak fiyat istikrarı korunmuş olacaktır.

Sonuç olarak, Goodfriend (2004: 330)' e göre, esnek EH'nin yanı sıra katı fiyatlar ve esnek ücretler varsayımı altında, katı EH'nin de çıktı ve istihdam seviyesindeki dalgalanmaları nötralize edebilmektedir.

#### **2.4. Enflasyon Hedeflemesinde Çoklu Amaçları Dengelemek İçin Yaklaşımlar**

EH, pek çok ülkede para politikasında takdiri uygulamalardan kaynaklanan zaman tutarsızlığı ya da kurala dayalı olmaktan kaynaklanan esneklik kaybı gibi meselelerin çözümü olarak uygulanmaktadır. Bu durum, EH'nin takdire ve kurala dayalı olma özelliklerinin her ikisine birden belli ölçülerde sahip olması ve bu anlamda politika yapıcılara “sınırlı ihtiyarlık” sunmasından ileri gelmektedir. Bilindiği gibi, EH'nin birincil amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Fakat aynı zamanda EH'den beklenen reel ekonomik istikrar ile de belli bir derecede meşgul olmasıdır. EH'de öncelikli amacın fiyat istikrarı olduğu göz önüne alındığında, bu beklentiyi karşılamak adına yapılması gereken şey para politikasına aynı zamanda reel ekonomik performans ile ilgilenilebilmesi için bir hareket alanı yani esneklik bölgesi kazandırılmasıdır. EH'nin reel ekonomik performans ya da şoklar ile ilgilenmesini mümkün kılacak olan bu hareket alanı, merkez bankasının esnek davranabileceği bir operasyonel form belirlenerek sağlanabilmektedir.



Böylelikle para politikasının birincil amacı olarak fiyat istikrarı ön plana çıkmasına rağmen, merkez bankaları kısa dönemli istikrar amaçları için, özellikle de üretim ve döviz kuru açısından, daima bir manevra alanına sahip olmaktadır. Kısa dönem istikrar amaçları için yapılacak olan bu parasal uyarlama çeşitli yollarla gerçekleştirilebilir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 5):

- *İlk yaklaşım*, enflasyon hedefinin bir bant aralığı şeklinde belirlenmesidir. Bu aralığın kullanılmasının nedeni yalnızca para politikası ile enflasyon arasındaki ilişkinin belirsizliği değildir. Bunu yaparken aynı zamanda merkez bankasına kısa dönemde bir miktar esneklik sağlanması amaçlanmaktadır.

- *İkinci yaklaşım*, EH'de merkez bankalarının kontrol alanı dışındaki arz şoklarının ya da diğer dışsal şokların ve başka kötü ekonomik durumların ortaya çıkması durumunda enflasyon hedefini askıya alma ya da düzeltmeye izin veren bir “*cayma maddesinin (escape clause)*” konulmasıdır.

- *Üçüncü yaklaşım*, özellikle de başlangıç enflasyonun yüksek olduğu durumlarda dezenflasyon sürecinin kademeli bir şekilde gerçekleştirilmesidir.

- *Dördüncü Yaklaşım ise*, belirlenen hedefe ulaşılması için makul bir zaman periyodunun belirlenmesidir.

Bu yaklaşımların amacı, para politikası parasal istikrar amacına yönelik olarak uygulanırken; reel ve finansal sektörde istikrarsızlığın ortaya çıkmasının önlenmesi, ya da bu sektörlerde bir istikrarsızlık meydana geldiğinde para politikasına müdahale esnekliği kazandırılmasıdır. Bu yaklaşımların mantığı para politikasının parasal istikrarı sağlarken reel ve finansal istikrarı da gözetmesi gerektiği düşüncesine dayanmaktadır. Milton Friedman (1968: 12) bu durumu şöyle ifade etmektedir:

*“Tarihin bize öğrettiği ilk ve en önemli ders para politikasının ne yapabileceği ile ilgilidir ve bu ders, para politikasının paranın ekonomik istikrarsızlığın ana kaynağı olmasını önleyebileceğidir.”*

#### 2.4.1. Bant Aralığı Yaklaşımı

Enflasyon hedefleyen merkez bankalarının bir kısmı enflasyon hedeflerini “*nokta hedef (örneğin %2)*” şeklinde belirlerken, büyük bir çoğunluğu ise “*bant aralığı (örneğin %2-4)*” şeklinde belirlemeyi tercih etmektedirler. Bu bant aralığı, açık bir nokta enflasyon hedefi olmadan yalnızca aralık (örn. %2-4) şeklinde olabildiği gibi açık nokta enflasyon hedefi etrafında belirlenen bir aralık (örn. Orta nokta 3, %2-4) şeklinde de olabilmektedir. Yani bant aralığı yaklaşımını benimseyen merkez bankaları aynı zamanda bant aralığının orta noktasını özel bir hedef olarak tanımlayabilmektedirler (Svensson, 1997: 1134; Mayer, 2002: 159; Mishkin, 2000a: 14).

**Tablo 4: Enflasyon Hedefleyen Ülkelerin 2014 İtibari İle Güncel Enflasyon Hedefleri**

Ülke	Güncel Enflasyon Hedefi	Ülke	Güncel Enflasyon Hedefi
Yeni Zelanda	% 1-3, 2 orta nokta	İzlanda	2.5 (+/-1.5)
Kanada	% 1-3, 2 orta nokta	Güney Kore	% 2.5-3.5
İngiltere	2 (+/-1)	Norveç	2.5 (+/-1)
Avustralya	% 2-3	Peru	% 2 (+/-1)
İsveç	% 2	Filipinler	% 4 (+/-1)
Çek Cum.	2 (+/-1)	Guatemala	% 5.5 (+/-1)
İsrail	% 1-3	Endonezya	% 4.5 (+/-1)
Polonya	2.5 (+/-1)	Romanya	% 1.5-3.5, 2.5 orta nokta
Brezilya	4.5 (+/-2)	Sırbistan*	4 (+/-1.5)
Şili	% 3 (+/-1)	Türkiye	5 (+/-2)
Kolombiya	% 3 (+/-1)	Ermenistan	4.5 (+/-1.5)
Güney Afrika	% 3-6	Gana*	>% 10
Tayland	% 0.5-3	Arnavutluk	% 3 (+/-1)
Macaristan	% 3, (+/-1)	A.B.D	% 2
Meksika	3 (+/-1)	Japonya	% 2

**Kaynak:** İlgili Ülkelerin Merkez Bankalarının web sitelerinden derlenmiştir.

Para politikasının gelecek dönem enflasyon oranını tam olarak kontrol etmesi mümkün değildir. Bu nedendir ki gerçekleşen enflasyon oranı hedef etrafında dalgalanmalar gösterebilir. Bu bakımdan enflasyon hedeflemesinde tolerans aralığı şeklinde de adlandırılan “*bant aralığı*” yaklaşımının benimsenmesinin pek çok makul

gerekçesi vardır: Öncelikle, bant aralığı EH sistemine açık bir esneklik sağlar. Aynı zamanda bant aralığı enflasyon sürecindeki belirsizliğin<sup>49</sup> bir göstergesidir. Ayrıca merkez bankasının enflasyon üzerinde kaçınılmaz bir şekilde eksik kontrol yeteneğine sahip olduğu mesajını ekonomik aktörlere iletir. Bu, merkez bankasının enflasyon hedefini her zaman tam on ikiden vuramayacağını söylemenin bir yoludur. Ek olarak bant aralığı, merkez bankasının hesap vermekle yükümlü olduğu yapının para politikasını daha iyi değerlendirmesini de sağlar (Berg, 2000: 17; Mishkin, 2000a: 14).

Enflasyon hedefinin bant aralığı olarak belirlenmesinin nokta hedefe göre avantajları vardır. Bant aralığı şeklindeki enflasyon hedefi merkez bankasına enflasyondaki hareketlere tepki vermek ve bu hareketlere karşı açıklama yapmak zorunda kalmayacağı güvenli bir liman sağlar. Diğer taraftan, böyle sayısal bir bant aralığı, enflasyonun aralık dışında kalması durumunda, merkez bankasına enflasyonu tekrar hedef aralığı içerisine nasıl döndüreceğini açıklama yükümlülüğü yüklemektedir. Goodfriend (2004: 326)'ya göre bu para politikası üzerinde çok değerli bir disiplin aracıdır.

Şiddetli arz ve talep şoklarının meydana gelme olasılıklarının yüksek olduğu kırılmalı ekonomilerde bant aralığı yaklaşımının benimsenmesi daha yerinde bir davranıştır. Çünkü şokların gerçekleşme sıklığının fazla olduğu durumlarda nokta ya da dar bant aralığının tercih edilmesi enflasyonu hedefte tutabilmek için daha aktivist bir para politikası izlenmesini gerektirir. Bunun doğal sonucu olarak da faiz oranları ve döviz kurları daha oynak hale gelir. Böylelikle, şokun etkisi altındaki bir ekonomide enflasyon oranlarındaki oynaklığının azaltılması adına izlenen aşırı aktivist politikalar çıktı oynaklığını arttırarak reel ekonomik istikrarsızlığın derinleşmesine neden olur. Bu nedenle, arz ve talep şoklarına açık ekonomilerde dar bant ya da nokta hedef yerine geniş bant aralığını tercih edilmesi daha uygundur. Makul genişlikte bir bant aralığı seçen merkez bankası, enflasyonu kontrol edebilmek için, aşırı aktivist politikalar izlemek zorunda kalmaz; kendisi için bir esneklik bölgesi oluşturmuş olur. Bu esneklik bölgesi içerisinde enflasyonu etkileyen her şokun etkisi telafi edilmek zorunda kalmadığından faiz oranları ve çıktı da aşırı dalgalanmalar meydana gelmez.

---

<sup>49</sup> Hesaplamalara göre, enflasyon hedefi etrafındaki minimum belirsizlik oranı %5 civarlarındadır (Mishkin, 2000a:14).

Bant aralığı yaklaşımına alternatif olarak yaygın bir şekilde kullanılan diğer bir yöntem ise bir hedefin nokta hedef şeklinde belirlendikten sonra etrafında bir belirsizlik aralığı (örn. nokta hedef 2, +/-1 belirsizlik aralığı) oluşturulmasıdır. Nokta hedef etrafında bir belirsizlik aralığı oluşturulması ile bir taraftan nokta hedefin enflasyon beklentileri için sağlam bir çapa oluşturması sağlanırken; diğer taraftan da, enflasyon sürecindeki belirsizlik nedeni ile hedefin tutturulamama ihtimaline karşılık, olası güvenilirlik kayıplarının önüne geçilmekte ve şoklarla mücadelede esneklik kazanılmaktadır.

Özellikle Türkiye gibi enflasyon süreci hakkında belirsizliği çok fazla olan ülkelerin bu konuya dikkat etmeleri gerekmektedir. Nitekim gelişmekte olan ülkelerde enflasyon belirsizliği çok fazladır ve dar bant aralığı ya da belirsizlik aralığı oluşturulmadan nokta hedef belirlenmesi durumlarında hedefin tutturulamama olasılığı çok yüksektir (Mishkin, 2000a: 16). Hedefin tutturulamaması durumunda ise başlangıçta güvenilirlik kazanma ve enflasyon beklentilerinin daha sağlam çapalayabilmek için tercih edilen dar bant aralığı ya da nokta hedefin güvenilirlik kaybına yol açacağı ortadadır.

#### **2.4.1.1. Bant Aralığının Genişliği**

Bant aralıkları tipik olarak 2 (+/-1) puan genişliğinde olmaktadır. Ancak enflasyon sürecine dair belirsizliğin fazla olduğu gelişmekte olan ülkelerde daha geniş bant aralıklarının seçildiği de görülmektedir. Enflasyon üzerinde tam kontrol yeteneğinin olmaması, bazı durumlarda enflasyonun bu aralık dışında gerçekleşmesini olası kılmaktadır. Bant aralığı belirlendikten sonra merkez bankası, enflasyonu kontrol döneminin x kadar bir yüzdesi süresince bant içerisinde tutabileceğini ekonomik birimlere ilan etmektedir. Bu anlamda piyasalara karşı bir taahhüt içerisine girilirken aynı zamanda daha şeffaf bir pozisyon alınmış olmaktadır (Svensson, 1997: 1134). Bu nedenle, gerçekleşen enflasyonun kontrol döneminin büyük bir bölümünde bant aralığının içinde kalabilmesi için aralık *yeterince* geniş tutulmalıdır. Ayrıca enflasyon sürecine dair belirsizlik arttıkça aralığın genişletilmesi zorunludur. Daha geniş bant aralıkları merkez bankasına enflasyon hedefine ulaşmak için daha fazla süre tanıyarak para politikası aracının aşırı manipüle edilme ihtiyacını ortadan kaldırır (Drew ve Orr, 1999: 18).

Aslında bant aralığının genişliğinin seçimi bir bakıma zorlu bir hedef seçmenin sağlayacağı *güvenilirlik artırıcı etki* ile bu zorlu hedefe bağlı kalamamanın neden olduğu *güvenilirlik azaltıcı etki* arasında bir değiş tokuş ilişkisini içermektedir. Bant aralığının geniş tutulması hedefin gerçekleştirilme olasılığını arttırmaktadır. Ancak diğer yandan enflasyon hedefine yönelik taahhüdün güvenilirliği azalmaktadır. Geniş bant aralığı yerine dar bir bant aralığının seçilmesi başlangıçta enflasyona yönelik sağlam bir taahhüt olarak algılandığından para politikasının enflasyona karşı duruşunun güvenilirliği yüksek olmaktadır. Ancak, dar bant aralığı içerisinde enflasyon hedefinin tutturulabilmesi oldukça zordur ve para politikası aracının aşırı manipülasyonunu gerektirmektedir. Bant aralığının bazı ülkelerde geçmişteki standart enflasyon sapmalarına göre nispeten daha küçük tutulması merkez bankasının güçlü taahhüdüne ve elinden gelenin en iyisini yapmasına rağmen hedeften sapmaların sıklaşmasına neden olmaktadır. Bu da başlangıçta elde edilmek istenen güvenilirliği olumsuz yönde etkilemektedir (Goodhart ve Viñals, 1994: 149). Bu nedenle enflasyonun geçmişteki sapmaları ve diğer ekonomik risk faktörleri hesaba katılarak uygun bant aralığının belirlenmesi EH'nin performansı için kritik öneme sahiptir.

Yeni Zelanda için bir simülasyon çalışması yapan Drew ve Orr (1999), alternatif bant genişlikleri ve farklı para politikası aktivizm dereceleri altında enflasyonun kontrol dönemi boyunca yüzde kaç ihtimalle bant aralığı içerisinde tutulabileceğini hesaplamışlardır. Bulunan sonuçlara göre, enflasyon hedefinden sapmalara karşı verilecek faiz tepkisinin şiddeti artırılarak daha aktivist bir politika izlendiğinde, enflasyonun bant aralığı içerisinde kalma olasılığı yükselmektedir. Tablo 5'e göre,  $\pm 1.5\%$  bir bant genişliğinde standart bir para politikası aktivizmi (B) altında enflasyonun kontrol döneminin %82'si boyunca orta nokta etrafında kalacağı beklenmektedir. Buna karşın, daha az aktivist bir politika (A) takip edildiğinde bu oran %66'ya gerilerken, daha agresif bir politika (D) altında oran %92'ye çıkmaktadır. Bu çalışma, bant aralığı daraltıldıkça enflasyonun kontrol döneminin daha büyük kısmı boyunca bant aralığı içerisinde tutulabilmesi için daha aktivist bir politikanın (para politikası aracı oynaklığının artmasının) gerekli olduğunu ve makul bir bant aralığında ise EH'nin başarı şansının arttığını göstermesi açısından önemli sonuçlar içermektedir.

**Tablo 5: Farklı Enflasyon Hedeflemesi Kuralları İçin Alternatif Bant Genişlikleri**

Bant Genişliği	Enflasyonun Altı İle Sekiz Çeyrek Sonra Arasında Bant Aralığının İçinde Kalma Olasılıkları (Yüzde)			
	A	B	C	D
±1%	50%	70%	64%	75%
±1.5%	66%	82%	90%	92%
±2%	80%	93%	97%	98%
±2.5%	95%	99%	99%	99%

**Not:** A, aktivizm içermeyen para politikasını, D ise aşırı aktivizm içeren para politikasını temsil etmektedir.  
**Kaynak:** Drew ve Orr, 1999: 19.

Bant aralığının dar tutulması başlangıçta Yeni Zelanda Merkez Bankasının benimsemiş olduğu bir yaklaşımdır. Aralığın dar tutulması ile enflasyon beklentilerinin sağlam bir şekilde çapalanması amaçlanmaktaydı. Yeni Zelanda başlangıçta iki puanlık bir bant aralığı seçmiş ve ardından bu uygulama diğer EH uygulayan merkez bankalarınca takip edilmiştir. Ancak bu aralık çok dar olduğundan ciddi *kontrol edilebilirlik problemlerine* ve *faiz oranı istikrarsızlığına* yol açmıştır. Daha sonra beklenildiği gibi 1995 yılında hedef aralığının üzerinde çıkmıştır. Bant aralığının bu derece dar olması politika aracında aşırı dalgalanmalara da yol açmıştır. Bu problemi ortadan kaldırmak adına Kasım 1996 yılında bant aralığı 0-%3 şeklinde değiştirilmiştir. Her ne kadar bant aralığının yeterli ölçüde genişletilmesi kontrol edilebilirlik ve para politikası aracı istikrarsızlıklarını büyük ölçüde ortadan kaldırırsa da dikkat edilmesi gereken bir diğer konu yukarıda da ifade edildiği gibi aralığın gereğinden fazla genişletilmesinin güvenilirlik sorununa yol açabileceğidir (Mishkin, 2000a: 15).

Belirtmek gerekir ki, bant aralığının genişliği aslında ne kadar enflasyon oynaklığına izin verildiğinin bir göstergesidir. Diğer bir ifadeyle, tolerans derecesini temsil eden bu aralık istatistiksel anlamda güven aralığı olarak yorumlanabilir. Aralığın genişletilmesi çoğunlukla *sistemin düzgün işlemlerini sağlamak için atılan bir adım* olarak değil, enflasyonun kontrolü konusunda verilen taahhüdün zayıfladığı şeklinde yorumlanmaktadır. Bu bağlamda, hedef aralığını genişletmek enflasyon hedefinin karşılanma olasılığını yükseltmektedir. Fakat bu aynı zamanda merkez bankasının reel ekonomik istikrara daha önce olduğundan daha büyük bir önem atfediyormuş gibi algılanmasına ya da daha iyi bir ihtimalle para politikasının aktarım mekanizmasındaki

belirsizliğin büyüdüğüne düşünülmesine yol açabilir (Berg, 2000: 17-19; Mishkin, 2000a: 15). Bu algının ekonomik aktörlerin beklentilerine yanlış bir yön verebilme ihtimali olsa da sorunun etkin iletişim stratejisi ile çözülmesi mümkündür. Böylelikle, yanlış algının istenmeyen ekonomik sonuçlara meydan vermesinin önüne geçilebilir.

Bant aralığının dar belirlenmesi bir bakıma merkez bankasının başarısının enflasyon performansı üzerinden değerlendirildiği anlamını içermektedir. Böyle bir durumda merkez bankasının enflasyonu belirlenen aralık içerisinde tutmak için oldukça aktif bir para politikası izlemesinden daha doğal bir şey yoktur. Ancak daha önce de değinildiği gibi, para politikasının aşırı aktif bir şekilde kullanılması, yani enflasyonun hedeften sapmalarına gösterilen faiz oranı tepkisinin büyütülmesi enflasyondaki oynaklıkları düşürürken, faiz ve çıktıyı daha oynak hale getirmektedir. Enflasyon, faiz oranı ve çıktı oynaklıkları arasında geçen oynaklık değiş tokuş ilişkilerini stokastik simülasyonlar yaparak inceleyen Drew ve Orr (1999: 19)'da ulaşılan şu sonuçlar bunu doğrular niteliktedir:

- Bant aralığı ne kadar dar olursa para politikası o kadar aktivist<sup>50</sup> olmak zorundadır.
- Daha aktivist bir para politikası faiz oranlarında, döviz kurunda ve çıktı seviyesindeki değişkenliği arttırmakta ve bir dereceye kadar da enflasyon değişkenliğini azaltmaktadır.
- Daha düşük enflasyon beklentileri ve daha geniş bant aralığı politika ufkunun uzatılabilmesine ve para politikasının daha az aktivist olmasına izin vermektedir.

Bant aralığının genişliği ne olursa olsun para politikasının amacı, enflasyon oranını kontrol döneminin büyük bir kısmı boyunca bu sınırlar içerisinde tutmaya çalışmaktır. Uygulamada genellikle bant aralığının üst sınırına odaklanılsa da belirtmek gerekir ki, bant aralığının üst sınırının aşılması kadar alt sınırın altında kalınmasından da kaçınılması

---

<sup>50</sup> Gerçekleşen enflasyon sapmalarına ( $\pi^* - \pi$ ) karşı gösterilen faiz oranı tepkisi büyütüldüğünde para politikası daha aktivist bir hale gelmektedir. Faiz tepkileri küçültüldüğünde ise aktivizm derecesi de küçülmektedir. (Drew ve Orr, 1999: 18).

gerekmektedir. Alt sınır ile üst sınır arasında simetrik bir yaklaşımın benimsenmesi enflasyon hedeflemesinin performansını arttırabilmektedir. Şöyle ki, enflasyon fiyat istikrarı ile uyumlu bir seviyeye yaklaştığında üst sınırın aşılmasına ve alt sınırın da altına inilmemesine eşit derecede gayret gösterildiği simetrik bir yaklaşımın izlenmesi, çıktıdaki azalışların ve deflasyonun ortaya çıkma ihtimallerini de azaltmaktadır. Bu durumda simetrik yaklaşım aynı zamanda merkez bankasının çıktı dalgalanmaları ile uygun bir şekilde ilgilendiğinin de bir göstergesidir (Mishkin, 2000b: 11; Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 18).

Bu bağlamda, bant aralığının alt sınırının aşılmasına verilen önem, *negatif toplam talep şoku* nedeni ile toplam harcamada meydana gelen düşüslere tepki verirken; merkez bankasının esnekliğini arttırmakta ve reel ekonomik istikrarın sağlanmasına yardım etmektedir. Şöyle ki, enflasyon oranının hedef aralığının alt sınırının altında kalmasına neden olan toplam talep azalması, enflasyon beklentilerinin yükseleceği korkusu olmaksızın, otomatik olarak merkez bankasını para politikasını genişletmeye yönlendirecektir. Enflasyon hedeflemesinin bu özelliği merkez bankasına negatif toplam talep şokları ile mücadele esnekliği kazandırmaktadır. Örneğin Avustralya, 1997 Doğu Asya Krizinin negatif şokuna çok hızlı bir şekilde tepki gösterebilmiş ve fırtınayı en iyi şekilde savuşturmuştur. Belirtmek gerekir ki alt sınıra yeteri kadar önem atfedilmemesi, farklı sonuçların ortaya çıkmasına ve genellikle de aşırı çıktı oynaklıklarına neden olmaktadır (Mishkin, 2000b: 27).

Enflasyon hedef aralığının alt sınırının aşılmasına gösterilen özen ekonomik birimler ve politikacılar için merkez bankasının “*bir enflasyon çılgını*” olmadığı ve çıktıda meydana gelen azalmalarla ilgilendiği anlamını içermektedir. Aslında fiyat istikrarı, aşırı düşük enflasyon oranının en az aşırı yüksek enflasyon oranı kadar kaçınılması gereken bir durum olduğunu içerir. Başka bir açıdan ise, hedef aralığının üst sınırının aşılmasına çok fazla odaklanılması, alt sınırın ihlalinin önlenmesine ise yeteri kadar dikkat gösterilmemesi ekonomik birimlerin merkez bankası politikalarına verdiği desteği azaltması riskini taşımaktadır (Mishkin, 2000b: 27-28).

Yukarıda belirtilen nedenlerden ötürü pek çok enflasyon hedefleyicisi konumunda olan merkez bankası enflasyon hedeflerini bant aralığı şeklinde belirlemeyi tercih etmiştir.



Örneğin, TCMB açık enflasyon hedeflemesine geçtiği 2006 yılı için nokta hedef şeklinde ilan ettiği enflasyon hedefinin etrafında her iki yönde iki puanlık bir belirsizlik aralığı oluşturarak enflasyonu belirgin bir şekilde etkileyen geçici dışsal şoklarla mücadele ederken, makroekonomik dalgalanmaları en aza indirmeyi sağlamaya çalışmıştır (TCMB, 2005: 7). Aynı şekilde Sırbistan 2009 Ocak ayında resmi olarak uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesinde 2011' e kadar +/- 2 puan ve 2011 sonu için ise +/- 1,5 puanlık bir bant genişliği oluşturmuş ve bunun ekonomik faaliyetlerin istikrarı ile ilgilenildiğinin bir göstergesi olduğunu belirtmiştir. Sırbistan Merkez Bankası Para Politikası Komitesi toplantısında 2008 Aralık ayında kabul edilen bir beyannamede, belirlenen bant aralığının ileriki dönemde güvenilirliğine herhangi bir zarar vermeden para politikasına esnek davranabilmesi için bir saha oluşturacağını altı çizilmiştir (National Bank of Serbia, 2008: 2). Buna göre, enflasyonda kısa dönem oynaklığa neden olabilecek fakat bir para politikası tepkisini gerektirmeyecek pek çok küçük geçici şokun gerçekleşmesi ihtimaline karşılık bant aralığı para politikasına bir esneklik bölgesi sağlamaktadır.

#### **2.4.1.2. Bant Aralığının Dezavantajları**

Ekonomistlerden bazıları (örneğin, Mayer 2002: 159; Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 18), enflasyon hedefinin nokta hedef olarak belirlenmesinin daha iyi bir seçim olduğunu ileri sürerken, aralarında Lars E.O.Svensson'da bulunan çoğunluk bant aralığının daha optimal bir tercih olduğunu savunmaktadır. Enflasyon hedefinin nokta hedef şeklinde belirlenmesinin enflasyon beklentileri için daha sağlam bir çapa oluşturacağı kesindir. Ancak daha önce ifade edildiği gibi, bant aralığının nokta hedefe göre üstün yönlerinin sayısı daha fazladır. Buna rağmen, bant aralığının bazı açılardan dezavantajlı olduğu ileri sürülmektedir:

Mishkin'e göre bant aralığı yaklaşımının tercih edilmesi ile merkez bankası enflasyon sürecindeki belirsizlikler nedeniyle enflasyonu tam olarak kontrol edebilme yeteneğine sahip olmadığına dair ekonomik birimlere açık bir mesaj verse de bu yaklaşımda bant aralığının alt ve üst sınırlarına çok fazla odaklanması aralığın orta noktasına gereken önemin verilmemesine neden olmaktadır. Merkez bankasının enflasyon oranlarına asimetrik tepki gösterebileceği endişesi ile Mishkin enflasyon hedefinin nokta hedef şeklinde belirlenmesini daha uygun bulmaktadır (Mishkin, 2006b: 213).

Bant aralığına yöneltilen diğer bir eleştiri ise, hedeften çok ufak sapmalara bile gereksiz bir şekilde aşırı odaklanılmasıdır. Örneğin bant aralığının üst sınırının %3 olarak belirlendiği bir durumda %2.99 enflasyon oranı başarılı bir sonuç şeklinde yorumlanırken %3.01 ise başarısız bir sonuç olarak nitelendirilebilmektedir. Bu anlamda sert kenarlı bant aralığı sisteminin sağlayacağı potansiyel güvenilirlik zaman geçtikçe ve fiyat istikrarına ulaşma ve bunu sürdürme başarısı arttıkça ortadan kalkacaktır (Sherwin, 2000: 23).

Diğer taraftan, enflasyonun aralık içinde gerçekleşebileceği noktalar arasında kayıtsız kalınması durumunda para politikasının enflasyon oynaklığında artışa neden olacağı açıktır. Bununla birlikte, Mayer (2002), bant aralığında orta noktanın hedef olarak vurgulanması durumunda bant aralığı yaklaşımının bu sakıncasının büyük ölçüde ortadan kaldırılabileceğini ileri sürmektedir. Bant aralığı yaklaşımı, üzerinde bir kez anlaşıldı mı oldukça istikrarlı bir sistemdir. Hepsi birlikte değerlendirildiğinde, reel ekonomik istikrarsızlıkların ekonomiye yükleyeceği maliyetler göz önüne alınarak para politikasına belirli bir esneklik sağlayan bant aralığının daha optimal bir seçenek olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Başlangıçta nokta hedefin daha optimal olduğunu savunan Mishkin şu sözleriyle tercihinin nokta hedeften bant aralığına kaydığını açık bir şekilde ifade etmektedir (Mishkin 2006b):

*“...bu çalışmanın sonunda sözlerimi yutmak zorundayım. Şuan bant hedeflemesinin oldukça cazip bir yaklaşım olduğunu düşünüyorum.”*

#### **2.4.2. Cayma Maddeleri**

Cayma maddeleri, gerçekleşmesi halinde merkez bankasının ilan ettiği enflasyon hedeflerine ulaşılamamasının olağan hale geleceğini hüküm altına alan para politikasının etki alanı dışındaki dışsal arz şokları, ticaret şokları, dolaylı vergilerdeki artış gibi özel durumları tanımlamaktadır. Bu özel durumların cayma maddeleri kapsamında önceden ilan edilmesi ile para politikasının etki alanı dışındaki nedenlerden kaynaklanan enflasyon sapmaları merkez bankasının başarısızlığına atfedilmez ve olası güvenilirlik kayıplarının önüne geçilmiş olur. Ayrıca cayma maddeleri kapsamında merkez bankasının orta ve uzun dönem enflasyon hedefini tehlikeye atmadan bu gibi arıza durumlara müdahalelerde bulunabileceği de hüküm altına alınabilmekte ve merkez bankasının şoklara kısa süreli

müdahalesi meşru bir zemin kazanmış olmaktadır. Ancak merkez bankalarına şoklara karşı bir müdahale esnekliği sağlayan bu durumun etkili bir iletişim stratejisi ile ekonomik birimlere anlatılması gerekmektedir. Bir cayma maddesi uygulamaya geçirilirken sebeplerin açık bir şekilde kamuya bildirilmesi kanun gereğidir (Tuladhar, 2005: 9).

Cayma maddeleri merkez bankalarına uygulamada oldukça büyük bir esneklik ve kolaylık sağlamasına rağmen EH uygulayan ülkelerin yalnızca üçte biri sözleşmelerinde cayma maddelerini *açık* bir şekilde tanımlamıştır (Tablo 6). Buna rağmen, para politikası ve enflasyon raporları ve basın açıklamaları incelendiğinde, hemen hemen bütün merkez bankalarının politika uygulamalarında açık ya da örtük bir şekilde cayma maddelerinin yer aldığı görülmektedir.

**Tablo 6: Enflasyon Hedefleyen Ülkelerde Cayma Maddesinin Kullanımı**

Ülke	Cayma Maddesi	Ülke	Cayma Maddesi
Yeni Zelanda	Açıkça tanımlanmış	İzlanda	Yok
Kanada	Açıkça tanımlanmış	Güney Kore	Yok
İngiltere	Örtük	Norveç	Açıkça tanımlanmış
Avustralya	Yok	Peru	Örtük
İsveç	Açıkça tanımlanmış	Filipinler	Açıkça tanımlanmış
Çek Cumhuriyeti	Açıkça tanımlanmış	Guatemala	Yok
İsrail	Yok	Endonezya	Yok
Polonya	Açıkça tanımlanmış	Romanya	Açıkça tanımlanmış
Brezilya	Yok	Sırbistan	Yok
Şili	Yok	Türkiye	Örtük
Kolombiya	Yok	Ermenistan	Yok
Güney Afrika	Açıkça tanımlanmış	Gana	Yok
Tayland	Yok	Arnavutluk	Yok
Macaristan	Örtük	A.B.D	-
Meksika	Yok	Japonya	-

**Not:** Bazı ülkeler enflasyon hedeflemesinin uygulama çerçevesine ilişkin bilgi verirken cayma maddelerini açıkça belirtmemektedirler. Buna rağmen uygulanan para politikasının değerlendirildiği raporlara bakıldığında cayma maddelerin sistemde örtük olarak içerildiği anlaşılmaktadır.

**Kaynak:** İlgili Ülkelerin Merkez Bankaları; Mishkin ve Schmidt- Hebbel (2001); Roger (2009); Akyazı (2004); Tuladhar (2005).

Cayma maddelerini açık bir şekilde tanımlayan ülkelerden bir tanesi Yeni Zelanda'dır. Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın 1990 Mart ayındaki ilk Politika Hedefleri Anlaşması'nın<sup>51</sup> (Policy Targets Agreement), "Enflasyon Hedefleri" başlığı altında Yeni Zelanda Reserv Bank'ın 1992 yılının Aralık ayı sonu itibari ile para politikasını fiyat istikrarına<sup>52</sup> ulaşma niyetiyle formüle edeceği ve uygulayacağı belirtilmekle beraber "Hedeflerdeki Değişiklikler" başlığının (b) bendinin (ii, iii ve iv) maddelerinde, belirli durumların meydana gelmesi halinde fiyat istikrarından sapmaların olağan hale geleceği ve bu durumda hedeflerin 30 gün içerisinde yeniden görüşülmesi gerektiğini ifade eden cayma maddeleri yerine yer verilmiştir. Bu cayma maddelerine göre, *mal ve hizmet vergilerinde (GST, Goods and Service Tax) ve diğer dolaylı vergilerde bir değişim yapılması, dış ticarete ithal ya da ihraç malları fiyatlarından kaynaklanan önemli bir değişiklik meydana gelmesi (ticaret hadlerindeki dışsal şoklar) ve fiyat seviyesini etkilemesi beklenen doğal felaketler, hayvan sayısının azalmasına yol açan salgın hastalıkların ortaya çıkması gibi diğer kriz durumlarında politika hedefleri değiştirilebilecektir.* Takip eden politika hedefleri anlaşmalarında da Yeni Zelanda Merkez Bankası'na cayma maddelerine açık bir şekilde yer vermeye devam etmiştir. Örneğin Yeni Zelanda merkez bankası sitesinde 2008 yılına ait son Politika Hedefleri Anlaşması'nda<sup>53</sup> üçüncü başlık aşağıdaki şekilde yer almaktadır:

*"3. Enflasyonun Hedef Etrafındaki Oynaklığı*

*a) Bazı sebepler nedeniyle yıllık TÜFE enflasyonu oranı politika hedefinin odak noktası olan orta dönemli enflasyon trendi etrafında oynaklık gösterecektir. Bu sebepler arasında etkileri normal olarak geçici olan bir dizi olay vardır. Bu tür olaylar, dünya piyasalarında alım satımına konu olan malların fiyatlarındaki istisnai hareketlerin bir sonucu olarak toplam fiyat seviyesinin değişmesi, dolaylı vergilerdeki değişiklikler, fiyatları doğrudan etkileyen önemli hükümet politikası değişiklikleri ve ekonominin büyük bir bölümünü etkileyen doğal felaketler şeklinde sıralanabilir.*

*b) Madde 3(a)'da tarif edilen olayların gerçekleşmesi halinde banka orta dönem hedefini karşılama amacıyla ters düşmeyecek bir şekilde gerekli önlemleri alacaktır (Policy Target Agreement 2008)."*

<sup>51</sup>Yeni Zelanda'nın ilk politika hedefi anlaşması için bkz.

[http://www.rbnz.govt.nz/monetary\\_policy/policy\\_targets\\_agreement/0073109.html](http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/0073109.html)

<sup>52</sup> Sözü geçen politika hedefleri anlaşmasında yıllık %0 -2 enflasyon oranının fiyat istikrarına ulaşıldığının bir göstergesi olarak alınacağı belirtilmektedir.

<sup>53</sup> Bkz. [http://www.rbnz.govt.nz/monetary\\_policy/policy\\_targets\\_agreement/3517828.html](http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/3517828.html)

Bu cayma maddeleri arz ya da talep şoku diye nitelendirebilecek olaylardan oluşmaktadır. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta cayma maddeleri kapsamına alınan şokların açık bir şekilde dışsal olarak tanımlanabilir olması gerektiğidir (Tuladhar, 2005: 9). 1990 yılı Mart ayı Yeni Zelanda Politika Hedefleri Anlaşması'nın 3/c maddesinde bu durum açık bir şekilde belirtilmektedir<sup>54</sup>:

*“(...) bu anlaşma (...) yurt içi kaynaklı enflasyonist şokların meydana gelmesi durumunda politika hedeflerinin değiştirilmesi için kullanılmayacaktır (...)”*

Bu maddede yurt içi kaynaklı enflasyonist şokların cayma maddesi kapsamında değerlendirilmeye alınmayacağı ifade edilerek şokların dışsal şekilde tanımlanması gerektiğine gönderme yapılmaktadır.

Ayrıca, Yeni Zelanda'da merkez bankası hükümetin bankayı enflasyon hedefi ile uyumlu olmayan bir döviz kuru politikası uygulamaya yönlendirmesi durumunda politika hedefine ulaşamayacağını hükümete önceden haber verebilmektedir. Bu gibi durumlarda, yeni politika hedefleri bir açıklama ile birlikte bir ay içerisinde ortaya konulmak zorundadır (Tuladhar, 2005: 9).

Cayma maddelerini açık bir şekilde kullanan ülkelerden bir diğeri Çek Cumhuriyetidir. Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası (Czech National Bank, CNB) uyguladığı para politikasının tamamen ya da büyük ölçüde etki alanı dışında kalan dışsal faktörlerden kaynaklanan büyük şokların (özellikle arz yanlı şokların) gerçekleşme ihtimalleri nedeniyle cayma maddelerinin bir ihtiyaç haline geldiğini belirtmektedir. Bu gibi durumlar altında enflasyonu hedefte tutmaya uğraşmanın çıktı ve istihdam seviyesinde istenmeyen dalgalanmalara yol açabileceğini ifade eden CNB, böylesi bir şokun enflasyonu hedeften saptırması durumunda şokun birincil etkilerine tepki verilmeyeceğini belirterek bir anlamda şokları, enflasyon hedefinin karşılanma zorunluluğunun olmadığı istisnai durumlar olarak tanımlamaktadır. Daha açık bir ifadeyle, böyle bir durumda enflasyon hedefini karşılama zorunluluğundan taviz verilebilecek (cayma maddesi) ve

---

<sup>54</sup> [http://www.rbnz.govt.nz/monetary\\_policy/policy\\_targets\\_agreement/0073109.html](http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/0073109.html)

enflasyon tahminlerinin ve sonuç olarak gelecek enflasyon oranının hedeften geçici olarak sapmasına müsaade edilecektir<sup>55</sup> (<http://www.cnb.cz/en/>).

Türkiye’de ise, EH sisteminde cayma maddeleri açık bir şekilde yer almamaktadır. Ancak, para ve kur politikası raporları incelendiğinde belli durumlarda cayma maddelerinin geçerli olduğu varsayılabilir. Örneğin, “2006 yılı Para ve Kur Politikası” raporunda “*petrol fiyatlarının yükselmesi durumunda, bu yükselişin birincil etkilerine karşı merkez bankasının tepki vermemesi gerektiği, ancak bunun uygulanabilmesi belirli bir esneklik gerektireceğinden hedef etrafında bir belirsizlik aralığı oluşturulmasının gerekli olduğu*” belirtilmektedir (TCMB, 2005: 8). Örtük bir cayma maddesi olarak yorumlanması mümkün olan bu ifade dışsal etkenler yüzünden enflasyonun hedeften sapması durumunda enflasyonun tekrar hedefe yaklaştırılması için şokun birincil devre etkilerine karşı bir politika tepkisi verilmeyeceği anlamına gelmektedir. Ayrıca aynı para ve kur politikası raporunda yapılan başka bir açıklama açık bir şekilde cayma maddesinin örneklendirilmesinden başka bir şey değildir:

*“...Bu hususun bir örnekle açıklanmasında fayda görülmektedir: Önümüzdeki aylarda petrol fiyatlarının varil başına 100 ABD dolarına çıktığı ve 2006 yılı boyunca bu seviyenin devam ettiği bir senaryo altında, petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki birincil etkileri 3-4 puana ulaşabilecek ve doğal olarak Merkez Bankası 2006 yıl sonu enflasyonunun yüzde 5 hedefinin üzerinde oluşmasına müsamaha gösterecektir. Zira Merkez Bankası petrol fiyatlarında varsayılan artışa rağmen 2006 yılında yüzde 5’lik hedefine ulaşma çabasına girerse, faizleri çok yüksek düzeylere çıkarmak zorunda kalabilecek ve ekonomik faaliyette normalin çok üzerinde bir daralma yaratarak, toplumsal refah seviyesini olumsuz etkileyebilecektir. Bunun yerine, Merkez Bankası söz konusu örnek durumda 2006 yılı hedefinden sapılmasına izin verecek, ancak ikincil etkileri önlemek ve bekleyişleri denetim altında tutmak amacıyla, enflasyonu 2007 yılında yüzde 4’e indirmeyi taahhüt edecektir. Benzer bir uygulama, uluslararası likidite koşullarındaki değişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, yapısal düzenlemeler sonucu kurumların fiyatlamasındaki farklılaşmalar ve tarımsal ürün fiyatlarındaki ani hareketler gibi olası gelişmeler için de söz konusu olacaktır (TCMB, 2005: 8)”.*

---

<sup>55</sup>CNB cayma maddesi konulabilecek şokları Yeni Zelanda Merkez Bankası gibi detaylı bir şekilde tanımlamamış, ancak dolaylı vergilerdeki değişimler gibi pek çok şokun cayma maddesi olarak konulabileceğini belirtmiştir.

Para politikasının etki alanı dışında kalan bazı gelişmeler cayma maddeleriyle açık bir şekilde tanımlanarak merkez bankalarının hesap verme yükümlülüklerine sınırlama getirilmekte ve güvenilirlik kayıpları önlenmektedir. Bununla birlikte, cayma maddeleri kapsamına alınacak şokların tamamen dışsal olması şartı getirilecek bu durumun suiistimal edilmesinin önüne geçilmektedir. Örneğin, talep şokları dışsal olabilecekleri gibi para politikası kaynaklı olarak da ortaya çıkabilmektedirler. Talep şoklarının cayma maddeleri içinde yer alması, para politikası kaynaklı yapay bir talep şoku oluşturularak sapmaların olağan gösterilmeye çalışılmasına fırsat sunabilir. Bu tür eğilimlerin önüne geçilmesi için yalnızca dışsal olarak tanımlanabilen şokların cayma maddeleri içinde yer alması şartı getirilmiştir (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 13).

### **2.4.3. Kademeli Dezenflasyon Süreci**

EH'nin çıktı seviyesindeki dalgalanmaları dikkate alıp almadığının, diğer bir ifade ile esnek bir strateji olup olmadığının diğer önemli bir göstergesi de uzun dönem enflasyon hedefine ulaşılmaya çalışılırken enflasyon oranının kademeli şekilde düşürülmesi yaklaşımının benimsenmiş olmasıdır. Eğer, başlangıçta cari enflasyon oranı hedeflenen uzun dönem enflasyon hedefinden çok uzakta ise, enflasyonun uzun dönem hedefine kademeli şekilde düşürülmesi makul bir seçenektir<sup>56</sup>. Svensson (1997)'a göre, enflasyon hedefinin uzun dönem fiyat istikrarı amacına doğru kademeli olarak hareket etmesi, para politikasının çıktındaki dalgalanmalar ile ilgilendiğine işaret etmektedir. Bu kademeli hareket, para politikasına arz şokları nedeniyle çıktıda meydana gelen kısa dönemli dalgalanmalar ile mücadele ederken yeterli bir manevra alanı sağlamaktadır.

Enflasyonu kontrol altına almaksızın ekonomik performansı iyileştiren uzun dönemli bir stratejiden bahsetmek mümkün değildir. EH'ye geçmeden önceki aşamada enflasyonun oldukça yüksek bir seviyede seyretmesi (örn. %10'un üzerinde) enflasyonun kontrolünü zorlaştırmaktadır. Bu nedenle, yüksek enflasyondan makul enflasyon oranına geçiş sürecinde değişik komplikasyonlar gelişebileceğinden bu aşama dikkat edilmesi gereken oldukça zorlu bir aşamadır. Dikkat edilmesi gereken en önemli noktalardan bir tanesi enflasyonu hızlı bir şekilde düşürmeye çalışmanın reel ekonomik istikrarsızlığı

---

<sup>56</sup> Hedefin, uzun dönem fiyat istikrarı amacına doğru aşamalı bir şekilde hareket etmesi aynı zamanda parasal hedefleme stratejisini uygulayan ülkelerin uyguladıkları para politikalarının bir özelliğidir.

arttırabileceğidir. Enflasyonu kesin ve çabuk bir şekilde kontrol altına almaya çalışmak diğer ekonomik amaçlardan fedakârlık yapılmasını gerektirmektedir. Oysaki enflasyonun kontrol altına alınması makul bir zaman periyodu belirlenerek bir sürece yayıldığında bu fedakârlığa katlanmak zorunlu olmaktan çıkabilmektedir (King, 1994: 112). Daha önce de ifade edildiği gibi, esnek EH reel ekonomik istikrarı göz ardı eden bir strateji değildir. EH’de orta vadeli bir enflasyon hedefine ulaşılabileceğine dair verilen bir taahhüt ön plana çıksa da, bu sayısal enflasyon hedefi EH’nin uygulama çerçevesini tek başına belirlememektedir. Aksine reel değişkenlere ait projeksiyonlar da para politikası yapımında göz önüne alınmaktadır (Woodford 2007: 10).

Bu bağlamda, enflasyonun hedeften sapmasına neden olan herhangi bir ekonomik bozulma karşısında merkez bankası iki seçenek ile karşı karşıya kalacaktır. Bunlardan birincisi, hiç zaman kaybetmeden enflasyonu tekrar hedefe çok hızlı bir şekilde yaklaştırmak; ikincisi ise, enflasyonun tekrar hedefe döndürülmesini zamana yaymaktır (*kademeli yaklaşım*). Burada merkez bankasının birinci seçenek üzerinden hareket etmesi durumunda ekonomik istikrarsızlığa neden olacağı hemen hemen kesindir. Daha açık bir ifadeyle, enflasyon hedefini kısa dönemde hızlı ve çabuk bir şekilde yakalamaya çalışma girişimleri ani ve keskin faiz değişimleri gerektirecek; reel ve finansal istikrarsızlıklara zemin hazırlayacaktır.

Bu anlamda, hedefe ulaşmak için kısa dönem yerine daha uzun bir zaman periyodunu seçmek ve para politikasında “*kademeli ayarlamayı*” benimsemek için pek çok gerekçe vardır:

- *İlk olarak*, faiz oranlarında ve para politikası duruşunda sert değişimler yapmak çıktı, istihdam ve reel faiz oranı gibi reel değişkenlerde meydana gelecek istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Burada parasal düzenleme *istikrarsızlığın ana kaynağı* haline gelmektedir. Bu bağlamda, ani para politikası değişikliklerinden kaçınılarak hedefe kademeli bir şekilde ulaşılmaya çalışılması enflasyon hedefinin reel değişkenlerde istikrarsızlığa neden olmadan karşılanmasını sağlayacaktır (Berg, 2000: 9).

- *İkinci olarak*, yüksek enflasyon düzeylerinin merkez bankası tarafından kontrolünün zor olması ve merkez bankasının güvenilirliğinin zayıflığı yüksek



enflasyondan düşük enflasyona geçişin (dezenflasyon sürecinin) kademeli olmasını zorunlu kılan bir diğer unsur oluşturmaktadır. Enflasyon çok yüksek iken, *sert (hard)* hedefler belirleyerek merkez bankasının enflasyon konusunda ekonomik aktörlere sağlam bir taahhüt sunmaya çalışması, enflasyon hedefinin tutturulamama olasılığının çok yüksek olması nedeni ile doğru bir yaklaşım değildir. Zira sert bir enflasyon hedefi (dar bant aralığı ya da nokta hedef) belirleyerek ekonomik aktörlerin enflasyon beklentilerinin çapalanmaya çalışılması merkez bankasının güvenilirlik eksikliği nedeni ile başarısızlığa uğrayacaktır. Çünkü güvenilirliğin eksik olduğu dezenflasyon süreçlerinde enflasyon beklentileri büyük ölçüde geçmiş enflasyon oranına; küçük ölçüde ise resmi enflasyon hedefine göre şekillenmektedir. Bu süreçte “*enflasyon ataleti*” yüksek ve bu nedenle hızlı “*dezenflasyon*” süreci oldukça maliyetli olmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalar da uzun dönemde %2-4 hedefine doğru yapılan hızlı dezenflasyon süreçlerinin daha büyük çıktı kayıplarına yol açtığını ortaya koymaktadır (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 18).

Türkiye, Avustralya, Kanada, İsrail, İspanya, İsveç ve İngiltere merkez bankaları başta olmak üzere, enflasyon hedefleyicilerinin çoğu reel ekonominin istikrarı ya da uluslararası hedefleri korumak amacıyla enflasyonist baskılara kademeli bir şekilde tepki göstermektedirler. Bu doğrultuda, söz konusu merkez bankaları kurumsal olarak fiyat istikrarının yanında kısa dönem amaçların takip edilebileceği şekilde bir operasyonel dizayna sahiptirler (Kuttner ve Posen, 1999: 15).

Örneğin İngiltere Merkez Bankası Ekim 1992 de enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçtikten sonra temel amacını “*uzun dönemde fiyat istikrarına ulaşmak*” olarak belirlemiştir. Ancak Banka, fiyat istikrarına ulaşmada kademeli bir yaklaşımı benimsemiştir. Enflasyon hedef aralığı için %1-4 bandı belirlenmiş ve ilave olarak da parlamento dönemi sonuna<sup>57</sup> kadar %2.5 seviyesinin altına ulaşılmasının planlandığı ilan edilmiştir. Burada fiyat istikrarına geçişin ani ve keskin olmayacağı, yaklaşık olarak beş yıllık bir zaman alacağı örtük olarak varsayılmaktadır. Kanada Merkez Bankası da 1991’den itibaren enflasyonu düşürmede kademeli bir yaklaşım benimsemiş, enflasyon beklenenden daha hızlı düştüğünde ise tepkisini gevşetmiştir (King, 1997: 91; Kuttner ve Posen, 1999: 15).

---

<sup>57</sup> Dört beş yıl kadar bir süreyi ifade etmektedir (King, 1997: 91).

Türkiye de açık enflasyon hedeflemesine geçtiği 2006 yılından önce örtük olarak EH uygulayarak enflasyonu kademeli olarak makul düzeylere indirmeyi amaçlamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesine geçmeden önceki dönemde TCMB eski Başkanı Gazi Erçel 1999 yılında yaptığı, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması” isimli basın toplantısında tüketici enflasyonunun yapısal reformlarla desteklenen birbirleriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda yüzde 25, 2001 yılı sonunda yüzde 12 ve 2002 yılında yüzde 7’ye indirilmesinin planlandığını açıklamıştır. Enflasyonu düşürme programının üç yıllık bir zaman periyoduna yayılmış olması enflasyonu düşürme sürecinde kademeli bir şekilde hareket edildiğini göstermektedir. Daha sonra 2002 yılında EH örtük olarak uygulanmaya başlanmış ve bu dönemde de enflasyon oranları mümkün olan en düşük seviyelere kademeli bir şekilde indirilmeye çalışılmıştır. Açık enflasyon hedeflemesine geçmeden önceki son dönem olan 2005 yılında enflasyon önceki 30 yılın en düşük seviyelerine ulaşmıştır. 2006 yılında açık EH’ye geçtikten sonra da TCMB 2006, 2007 ve 2008 yılları için belirlediği sırasıyla yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 4 enflasyon hedefleri ile enflasyon oranını kademeli bir şekilde düşürme politikasına devam etmiştir (TCMB, 2005: 4-5). Böylelikle, yüksek kronik enflasyon ortamından düşük enflasyon oranlarına ulaşılırken kademeli bir şekilde hareket edilerek makroekonomik bütün olarak korunmaya çalışılmıştır.

Sırbistan Merkez Bankası da 2009-2011 yıllarına ait enflasyon hedeflerini yayınladığı beyannamede hedef enflasyon oranlarının<sup>58</sup> kademeli bir şekilde azaltılacağı belirtilmiştir. Ayrıca, beyannamede hedeflerin bu şekilde belirlenmesindeki amacın ekonomideki makroekonomik sürecin bozulmasını engellemek olduğu ifade edilmektedir (<http://www.nbs.rs>). Şüphesiz ki belirlenen bu hedefler kademeli bir dezenflasyon sürecinin benimsendiğinin bir göstergesidir.

Para politikasında kademeli yaklaşımın benimsendiği örneklerin daha da çoğaltılması mümkün olmakla birlikte hepsinin ortak amacı enflasyonu hedefe yaklaştırma sürecinde reel istikrarsızlıkların önüne geçmek ve para politikasına kısa dönem amaçlarla ilgilenebilmesi için belirli bir esneklik sağlamaktır. Beklenmedik şokların ortaya çıkması

---

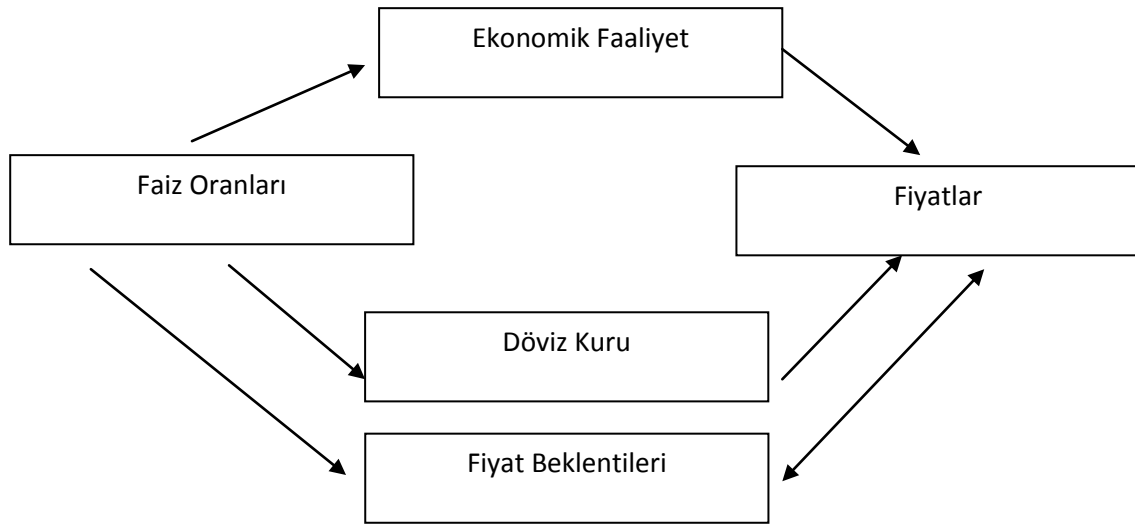
<sup>58</sup> Sırbistan’ın 2009-2011 hedefleri; 2009 başlama seviyesi: %8-12, orta nokta %10; 2009 bitiş seviyesi: %6-10, orta nokta %8; 2010 bitiş seviyesi %4-8, orta nokta %6; 2011 bitiş seviyesi: %3-6, orta nokta %4.5.

durumunda enflasyon bazen hedefin altında bazen de üstünde gerçekleşebilecektir. İleriye bakma ihtiyacı para politikasındaki değişikliklerin enflasyonu gecikmeli bir şekilde etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin belli bir gecikme ile ortaya çıktığı gerçeğinin kabul edilmesi aynı zamanda geçici arz şoklarına karşı para politikasının uyarlanmasına imkan vermektedir (King, 1997: 91-92).

#### 2.4.4. Makul Hedef Ufku

Para politikasındaki en önemli problemlerden biri para politikasının ekonomiyi ve enflasyonu belli bir gecikme ile etkilemesidir. Para politikası faiz oranında yapılan değişiklikler önce finansal değişkenleri ve varlık fiyatlarını, bundan sonra kısa bir gecikmenin ardından finansal akımları, ardından çıktıyı ve en son olarak ise enflasyonu etkilemektedir. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin ortaya çıkmaya başladığı bu süre uzun ve değişken olabilmekte ve para politikası aktarım mekanizmasının bu son halkası altı ile sekiz çeyrek arasında sürebilmektedir (Sims, 2004: 296; Goodhart ve Viñals, 1994: 149-150).

Şekil 3: Para Politikasının Aktarım Mekanizması



**Kaynak:** Reserve Bank of Australia, <http://www.rba.gov.au/>

Enflasyon hedefleyen merkez bankaları ilan ettikleri enflasyon hedef ya da hedeflerine ulaşılması planlanan makul bir zaman periyodunu başlangıçta açık bir şekilde belirlemektedirler. Ancak hedefe ulaşma süresi olarak ifade edebileceğimiz bu “*hedef ufku*” makul bir uzunlukta olmak zorundadır. Enflasyon hedefine ulaşmak için kısa bir zaman diliminin belirlenmesi bazı problemleri kaçınılmaz olarak beraberinde getirecektir. Şöyle ki, bu sürenin çok kısa belirlenmesi durumunda para politikası en optimal bir şekilde uygulansa dahi aktarım mekanizmasında yaşanan gecikmeler nedeniyle enflasyon hedeflerinin sık sık kaçırılması ve böylelikle güvenilirlik problemlerinin yaşanması gündeme gelecektir. Diğer taraftan da, bu hedefin tutturulabilmesi için para politikası aracının (faiz oranının) çok sık ayarlanarak aşırı aktivist bir para politikasının izlenmesi zorunluluk halini alacaktır. Böylelikle enflasyon hedefinin tutturulması yönünde uygulanan bu aktivist para politikası uygulamaları çıktı dalgalanmalarını arttırarak reel istikrarsızlıkların ortaya çıkmasına neden olacaktır. *Bu anlamda, enflasyon hedefine ulaşılması için kısa zaman bir zaman ufkunun belirlenmiş olması merkez bankasının amaç fonksiyonunda çıktının istikrarına yeterince ağırlık koyulmadığının bir göstergesidir* (Mishkin, 2000b: 29).

Başka bir açıdan ise enflasyon hedefine belirlediği kısa süre sonunda ulaşamayan bir merkez bankasının kamu önünde güvenilirliği sarsılır ve ilan ettiği enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerindeki yönlendirici etkisi kaybolur. Bu nedenle, belirlenen süre zarfında enflasyon hedefine ulaşılabilmesi gerekmektedir. Ancak, ekonomi sürekli değişen yapısı ile öngörülemeyen riskler taşımaktadır. Başlangıçta öngörülemeyen bir şokun ortaya çıkması durumunda bu şokun reel ekonomi üzerindeki etkilerinin görmezden gelinip yalnızca enflasyon üzerindeki etkilerinin telafi edilmesine odaklanılması, şokun reel ekonomi üzerindeki istikrar bozucu etkisini daha şiddetli hale getirecektir. Bu bağlamda, belirli durumlarda enflasyona yönelik verilen taahhüde bağlı kalmak merkez bankası politikası olarak sürdürülemez bir durumdur. Her koşulda enflasyon hedefinin tutturulmaya çalışılması kaçınılmaz biçimde istikrarsızlığa yol açabilecek; ya da başlangıçta başarı elde edilse bile bu başarı daha sonra ortaya çıkacak istikrarsızlığın şiddetini arttıracaktır (Sims, 2004: 297). Bu nedenle kısa hedef ufkuları belirleyerek hedefin bu süreler sonunda tutturulma uğraşı içerisine girilmesi hem parasal hem de reel istikrarı bozucu bir etki meydana getirecektir.

**Tablo 7: Enflasyon Hedefleyen Ülkelerde Hedef Ufku**

Ülke	Hedef ufku	Ülke	Hedef Ufku
Yeni Zelanda	Süresiz	İzlanda	Çoklu yıl
Kanada	5 yıl	Güney Kore	3yıl
İngiltere	Süresiz	Norveç	Süresiz
Avustralya	Çevrim boyunca	Peru	1 yıl
İsveç	Süresiz	Filipinler	Çoklu yıl
Çek Cum.	1 yıl*	Guatemala	Süresiz
İsrail	Süresiz	Endonezya	Çoklu yıl
Polonya	Süresiz	Romanya	Çoklu yıl
Brezilya	1 yıl	Sırbistan*	Çoklu yıl
Şili	Süresiz	Türkiye	Çoklu yıl
Kolombiya	1 yıl	Ermenistan	1 yıl
Güney Afrika	Çoklu yıl	Gana*	1 yıl
Tayland	Süresiz	Arnavutluk	Çoklu yıl
Macaristan	Süresiz**	A.B.D	-
Meksika	Süresiz	Japonya	2 yıl

\*Aylık hedeflerde mevcuttur.\*\*Hedefin 3 yıl sonra revize edilmesi planlanıyor.

**Kaynak:** İlgili ülkelerin merkez bankalarının web sitelerinden derlenmiştir.

Bu durumun örneklerinden bir tanesi Yeni Zelanda'da yaşanmıştır. Yeni Zelanda Merkez Bankası enflasyon oranının 1997 hedef aralığının üstüne çıkacağı endişesi ile 1996 yılının sonunda gecelik politika faiz oranını %10 seviyesine kadar yükselterek para politikasını önemli derecede sıkılaştırmıştır. 1996'nın sonunda uygulanan sıkı para politikası, 1997 ve 1998'deki resesyona katkı yaparak, Doğu Asya Krizi'nden kaynaklanan negatif ticaret şoklarının etkisini daha da kötüleştirmiş ve çıktı seviyesinde aşırı dalgalanmalar gerçekleşmiştir (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 12). Yeni Zelanda'da ortaya çıkan bu durum kısa zaman ufkunun belirlenmesinin çıktı seviyesinde istenmeyen dalgalanmalara yol açtığı bir kanıtı olmuştur. Daha sonra, Yeni Zelanda politika ufkunu altı ile sekiz çeyrek arasında uzatmıştır (Sherwin, 2000: 23). Başlangıçta, Yeni Zelanda Merkez Bankası sıcak bakmasa da, bu değişim enflasyon hedeflemesinin performansını arttırmıştır (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 14-15).

Bu nedenle, ekonomide öngörülemeyen bozulmaların etkileri ile mücadele edebilmek bunu yaparken de, enflasyon hedefine verilen taahhüdün güvenilirliğini sarsmamak için enflasyon hedefine ulaşılması planlanan süre yeterince uzun tutulmalıdır. Bu sürenin, merkez bankasına hem şokun reel ekonomi üzerindeki etkilerinin hafifletilmesi için bir manevra alanı sağlayacak; hem de, şokun enflasyon oranı üzerindeki etkilerin de telafi edebilmesine yetecek makul bir uzunlukta olması gerekmektedir. Bu konudaki uzlaş, hedef ufkunun en az iki yıl en çok dört ya da beş yıl kadar olması gerektiği yönündedir. Nispeten uzun bir hedefleme periyodu, ilk yıllarda merkez bankasına öngörülemeyen olaylara tepki verebilmesi için belirli bir esneklik sağlamaktadır. Ancak yine de enflasyon hedefine ulaşılması gereken son tarih merkez bankaları için oldukça bağlayıcıdır (Goodhart ve Viñals, 1994: 149-150).

Enflasyon hedefi için çok kısa bir hedefleme periyodundan kaçmanın en etkin yolu enflasyon hedefleri patikasının uzun dönem enflasyon amacına daha kademeli olarak yaklaşabildiği çok yıllık enflasyon hedefleri belirlemektir. Bu yöntemde iki yıl ilerideki dönemler için enflasyon hedefleri belirlenmektedir. İçinde bulunulan yıl için hedef iki yıl öncesinden belirlenmiş olacağı gibi takip eden yıl için de belirlenmiş bir hedef söz konusu olacaktır. Özellikle de çıktı dalgalanmalarının aşırı boyutlara ulaşmasını önlemek için tedbir alınması gereken bir arz şoku meydana geldiğinde, enflasyon hedeflerinde değişiklik yapılması da söz konusu olabilecektir. Diğer bir alternatif yaklaşım, merkez bankasının yalnızca orta vadeli bir enflasyon hedefi ilan etmeye devam etmesi, bunun yanında ulaşılması planlanan tarihi ile birlikte uzun dönem enflasyon hedefinin ilan edilmesidir. Üçüncü alternatif, merkez bankasının yalnızca uzun vadeli bir enflasyon hedefi ilan etmesi ve uzun dönem enflasyon hedefine yaklaşırken enflasyon oranının izleyeceği patikayı gösteren gelecek yıllara ait enflasyon tahminlerinin yayınlanmasıdır. Bu son yaklaşım Şili Merkez Bankası tarafından kullanılmaktadır (Mishkin, 2000a: 13).

Genel olarak, EH'de kısa zaman ufukları belirlenmemekte; böylelikle, çok kısa vadelerde enflasyon hedefleri tutturulmaya çalışılmamaktadır. Daha ziyade, EH'de enflasyon hedefleri orta vadeli bir görünüm arz etmektedir. Bu özellik, EH'de para politikasının kısa dönemde çıktı istikrarı gibi diğer amaçlara yönelebilmemesine imkân tanımakta ve merkez bankasına gerektiğinde şoklara tepki verebileceği bir esneklik tanıyan bir sistem sunmaktadır. EH'nin orta vadeye odaklanması sayesinde politika yapıcılar ne

pahasına olursa olsun kendilerini dönem bazında enflasyon hedefini karşılamak zorunda hissetmemektedirler (Jahan, 2012).

Ancak, yine de merkez bankalarının uyguladıkları EH sistemlerinde bazı konular belirsizlik taşımaktadır. Örneğin, ulaşılan enflasyon hedefinden daha sonra sapılması durumunda belirlenen hedefe tekrar ulaşılması gereken süre zarfı kesin olarak belirli değildir (Truman, 2004: 7). Diğer taraftan da Mayer (2002: 160) göre ise enflasyon hedefinden sapma gerçekleştiğinde, tekrar hedefe dönmek için böyle sabit bir zaman ufkunun belirlenmemesi zaten yanlıştır. Mayer'e göre böyle bir zaman ufkunun belirlenmesi keyfi olabileceği gibi bazı durumlarda da güvenilir olmayabilir. Ayrıca, merkez bankasının çıktıda meydana gelen dalgalanmalar ile ilgilenmesini de zorlaştırabilir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ESNEKLİĞİNİN BEKLENTİLERİ ÇAPALAMA ETKİSİ ÜZERİNDEN ÖLÇÜLMESİ: LİTERATÜR

EH'nin yeterince esnek bir sistem olmadığına yönelik eleştiriler mali kriz sonrasında artmış olsa da bu tartışmalar aslında kriz öncesinden başlamaktadır. Özellikle de dışsal ya da mali şokların varlığı durumunda merkez bankalarının bir yandan enflasyonu kontrol altında tutarken diğer yandan da makroekonomik istikrarsızlıklar mücadele edebilme yeteneğine sahip olamayacağını ileri süren EH karşıtlarına göre, merkez bankalarının yasallaşmış sayısal enflasyon hedeflerine sahip olması yoğun bir enflasyon odaklılık gerektireceğinden para politikasının esnekliği önemli derecede azalacaktır (Galindo ve Ros, 2009: 158). Bu düşünceye göre, enflasyon hedefi olmayan merkez bankaları daha esnek hareket edebilmekte ve daha başarılı sonuçlar ortaya koyabilmektedirler. Örneğin, Kohn (2005: 338), ABD'nin para politikasındaki başarısının büyük bir bölümünün değişen koşullara kolay adapte olabilme yeteneğinden geldiğini ileri sürmektedir. Kohn'e göre ABD'nin para politikasının bu esnekliği açık bir sayısal enflasyon hedefinin olmamasından kaynaklanmaktadır.

EH'nin bazı kesimlerce esnek bir sistem olmadığı şeklinde eleştirilmesine rağmen, pek çok görüş EH'nin katı bir para politikası sistemi olmadığı yönündedir. Örneğin EH stratejisinin taraftarlarından Bernanke ve diğerleri (1999) ve Svensson (1997, 1999) tarafından yapılan EH tanımlarında, merkez bankalarının fiyat istikrarını sürdürürken aynı zamanda da makroekonomik dalgalanmalara karşı para politikasını uyarlayabildikleri esnek bir para politikası sistemi tasvir edilmiştir. Bu sistem içerisinde para politikası duruma göre ayarlanabilen bir kurala bağlı (hedefleme kuralı) olarak sürdürülebilmektedir. Yani EH, ne tamamen değiştirilemez kurala bağlı bir para politikası sistemidir ne de politika yapıcıların günlük optimizasyon davranışına göre şekillendirilmektedir. Bu anlamda EH “*disipline edilmiş bir takdire dayalılık*” içeren bir para politikası sistemidir.



İlan edilen enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesi için disiplinli ve güvenilir bir para politikasına ihtiyaç vardır. Diğer taraftan, makroekonomik dalgalanmaları istikrara kavuşturmak para politikasında belli bir esnekliği gerektirmektedir. Buna göre, EH'nin, asıl amacı olan fiyat istikrarı hedefine ulaşabilmesi için katı; fakat aynı zamanda da anlamlı bir çıktı istikrarını sağlayabilecek kadar esnek bir strateji olması mümkün müdür? (Kuttner ve Posen, 2011: 1). Görünürde bu iki durum birbiri ile çelişmektedir. Buradaki asıl problem, para politikasının esnekliği ve güvenilirliği arasındaki değiş tokuş meselesidir. Bu iki durum arasında aynı para politikası sistemi içerisinde eşgüdümün nasıl sağlanabileceğine yani para politikasının nasıl hem güvenilirliğe hem de esneklik koşullarına nasıl sahip olabileceğine yönelik bir takım teoriler ortaya atılmıştır. Bunlardan bir tanesine göre, EH sistemi enflasyon beklentilerini çapalayabilme gücü sayesinde merkez bankasına makroekonomik dalgalanmalar ile mücadele edebilme esnekliği kazandırmaktadır. Örneğin King (1997) ve Kutner ve Posen (1999)'e göre esnek enflasyon hedeflemesi optimal duruma bağlı kurala yaklaşırken merkez bankasının enflasyon beklentilerini çapalamasına izin vermektedir. Çapalanan enflasyon beklentileri merkez bankasına orta vadeli fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek koşuluyla kısa vadede ekonomik şoklarla mücadele edebilme imkânı sağlamaktadır. Bu bölümde enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesini ele alan ampirik literatür verilmeden önce para politikasında beklentilerin rolü, önemi ve çapalanma etkisi hakkında kısa bir bilgi verilecektir.

### **3.1. Para Politikası Uygulamalarında Beklentilerin Önemi**

Para politikasının aktarım mekanizmaları para politikasına ilişkin tartışmaların merkezinde yer almaktadır. Dışa açık bir ekonomide standart aktarım mekanizmalarından bir tanesi de beklentiler kanalıdır. Beklentiler kanalıyla aktarım mekanizmasında merkez bankası enflasyon beklentilerini yönlendirerek ekonomik birimlerin ücret ve fiyat ayarlama davranışları üzerinden belli bir gecikme ile enflasyonu etkileyebilmektedir (Svensson, 1999a: 609).

Milton Friedman'ın 1950'li ve 1960'lı yıllarda popüler olan ve geleceğe yönelik enflasyon beklentilerinin geçmişte gerçekleşen enflasyon oranına göre şekillendiğini ileri sürdüğü *uyumcul beklentiler hipotezi* ve daha sonra Robert Lucas'ın 1970'li yıllara damgasını vuran ve hala ekonomik modellerin temel varsayımlarından biri olan *rasyonel*

*beklentiler hipotezi* beklentilerin ekonomi politikalarının sonuçları üzerinde nasıl etkili olduklarını açıklamaya yönelik olarak ortaya atılmışlardır<sup>59</sup>. Friedman ve Phelps'in *doğal oran hipotezine göre*, enflasyon oranını sürekli arttırarak işsizliği doğal işsizlik oranının altına kalıcı olarak çekme politikası sonuç vermeyecektir. Çünkü uzun dönemde ekonomik birimler fiyatlardaki artışı *enflasyon beklentilerine* yansıtacaklar ve uygulanan politikalar işsizlik üzerinde bir etki meydana getirmeyecektir. Daha sonra 1970'lerin başlarında bu ilişkiyi daha ileriye taşıyan Robert Lucas'ın *rasyonel beklentiler hipotezine göre*, ekonomik birimler ellerindeki tüm bilgiyi kullanarak geleceğe dönük beklentilerini optimal şekilde oluşturmaktadırlar. Bu optimizasyon davranışı altında bireyler beklentilerini oluştururken her türlü bilgiye çok çabuk yanıt vermektedirler. Bu şartlar altında işsizliği doğal işsizlik oranının altına çekmek amacıyla yapılan tüm müdahaleler çok hızlı bir şekilde enflasyon artışına yol açabilecektir.

Hem uyumcu hem de rasyonel beklentiler hipotezlerinden çıkarılabilecek en önemli sonuç uygulanan politikaların başarısının büyük ölçüde ekonomik birimlerin beklentilerine bağlı olduğudur. Yani, aynı politika farklı beklentiler altında tamamen farklı ekonomik sonuçların ortaya çıkmasına yol açabilecektir. Beklentilerin gelecekte nasıl bir şekil alacağı öngörülmeden oluşturulan politika ne kadar doğru olursa olsun nihayetinde yanlış sonuçlar üretebilecektir. Bu nedenle ilan edilen politikanın gelecekte beklentiler üzerinde nasıl bir değişim meydana getireceği önceden hesaba katılmalıdır. Beklentiler pek çok unsur tarafından etkilenebilmektedir. Buna göre, ilan edilen politikanın geçici mi yoksa kalıcı mı olduğu, hangi koşullarda değişeceği, politika yapıcıların tercihleri ile ilgili açıklığı, politika amaçları ile ilgili taahhütlerinin güvenilirliği ve para politikası otoritelerinin siyasi ve kurumsal yapı tarafından etkilene derecesi gibi unsurlar beklentilerin şekillenmesinde rol oynamaktadır (Küçükkale, 2003: 1; Bernanke ve Mishkin, 1992: 184).

Kısaca ekonomik birimlerin geleceğe yönelik beklentileri cari ve gelecek dönem ekonomik koşulları üzerinde etkili olmaktadır. Diğer taraftan da beklentiler bugünün koşullarından etkilendiği kadar gelecekte para politikasının rotasının ne olacağı gibi tahminlere göre de şekillenmektedir. Açık bir şekilde ekonomik koşullar ve geleceğe yönelik tahminler beklentileri, beklentiler ortaya çıkacak ekonomik sonuçları karşılıklı

---

<sup>59</sup> Ekonomik birimlerin beklentileri üzerinde ortaya atılan teoriler uyumcu ve rasyonel beklentiler ile sınırlı değildir. Bunun dışında statik beklentiler ya da naive (safça) beklentiler vb. şeklinde isimlendirilmiş başka beklenti türlerine de literatürde rastlanmaktadır.

olarak etkilemektedir. Bu anlamda Lucas'ın da ifade ettiği gibi “*politika yapımı süreci, politika yapanlar ve ekonomik birimler arasında geçen stratejik oyunun bileşenleri üzerine kurulur*” (Bernanke ve diğerleri, 1999: 12-13). Uygulanacak politikanın sonuçları beklentilere göre deđiőeğinden esasında bu süreç beklentilerin doğru şekilde yönlendirilmesi üzerine kuruludur. Beklentileri tam olarak yönlendirmek ise imkânsızdır. Çünkü, beklentiler belirsizliklerle dolu bir ortamda şekillenmek zorundadır. Diğer taraftan da herhangi bir şekilde beklentiler değiştiğinde bunu tam olarak ölçmenin de kesin bir yolu yoktur. Ancak, politika yapım sürecindeki belirsizlikler azaltılarak, ekonomik birimlere koşullar ve uygulanacak politikalar hakkında daha fazla şeffaflık sağlanarak beklentilerin daha iyi kontrol edilmesi mümkündür.

### **3.2. Beklentilerin Ekonomiye Etkileme Mekanizması**

Para politikasında beklentilerin önemi 1950’li yıllardan itibaren kavranmış bulunmaktadır. Blinder (1998: 73)’e göre başarılı bir para politikası gecelik faiz oranlarının değil beklentilerin etkin bir şekilde yönetilmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Para politikasının yalnızca sistematik bileşeni (tahmin edilebilen bileşen) geleceğe dönük beklentileri etkileyebileceğinden, merkez bankasının sistematik davranışı para politikasının ekonomik sonuçlarının belirlenmesinde kritik role sahiptir. Beklentiler ekonomik birimlerin ücret ve fiyatlandırma davranışları üzerinde belirleyici olmaktadır. Firmalar belirli bir dönem boyunca sabit kalacak fiyatlarını belirlerlerken yalnızca bugünkü ekonomik ortamı değil geleceğe yönelik görünümü de dikkate alarak ileriye dönük bir bakış açısıyla hareket ederler. Bu bakış açısı, parasal aktarım mekanizmasını etkilemektedir. Para politikası için asıl mesele merkez bankasının bu beklentileri nasıl etkilediğidir. Hatta Michael Woodford geri kalanların çok da önemli olmadığını ileri sürmektedir. Bu nedenle, beklentiler hem para politikasının oluşumunda hem de merkez bankasının iletişim stratejisinde belirleyici bir unsur olarak karşımıza çıkar. Dolayısı ile beklentileri yönetmek para politikasının merkezinde yer almaktadır (Walsh, 2007: 145; Mishkin, 2011: 6).

Londra Ekonomi Okulunda 1996 yılında verdiği Lionel Robbins derslerinde Alan S. Blinder, o güne kadar pek gün yüzüne çıkmamış olan merkez bankasının iletişiminin ve şeffaflığının makroekonomik bir istikrar sağlayıcı olarak para politikasını nasıl daha etkin

hale getirdiğini aşağıda özetlenen şekliyle beklentiler üzerinden açıklamaya çalışmıştır (Blinder, 1998: 70-72):

*“(...) Kısa dönem faiz oranları uzun dönem faiz oranlarından farklılaşmaktadır. Merkez bankası genellikle yalnızca gecelik bankalar arası faiz oranını kontrol edebilmektedir ki bu faiz oranının hemen hemen hiç bir ekonomik işlem ile bağlantısı yoktur. Para politikası uzun dönem faiz oranları, borsa değeri ve döviz kuru gibi finansal piyasa fiyatlarını (kısaca uzun vadeli oranları) etkileyebildiği ölçüde önemli makroekonomik etkiler meydana getirebilmektedir. (...) Standart teoriye göre herhangi bir uzun vadeli oran kısa vadeli oranların beklenen gelecek değerlerinin uygun ağırlıklı bir ortalamasına bir vade primi eklenmesi sonucu elde edilmektedir. (...) Bu nedenle, merkez bankasının gelecekteki davranışı ile ilgili beklentiler, kısa vadeli ve uzun vadeli oranlar arasındaki temel bağlantıyı oluşturmaktadır. (...) Daha şeffaf bir merkez bankası para politikasına yön veren temel unsurlara ilişkin piyasalara daha fazla bilgi sağlayarak beklentileri etkileyebilir. Bu aynı zamanda para politikası değişikliklerine karşı gösterilecek piyasa tepkilerini de daha tahmin edilebilir hale getirir. Böylelikle, daha şeffaf hale gelen merkez bankası ustalık gerektiren bir döngüyü de başlatmış olur. Bir taraftan piyasa aktörlerine karşı kendisini daha tahmin edilebilir hale getirirken diğer taraftan da para politikasına karşı ortaya konulacak piyasa tepkilerini daha tahmin edilebilir kılar ve ekonominin daha iyi yönetilmesini mümkün hale getirir.”*

Blinder’ın açıklamasından da anlaşılacağı gibi ekonomik etkinliğin artırılmasında beklentilerin yönlendirilmesi en önemli unsurdur. Merkez bankasının piyasalara karşı daha açık olması beklentilerin daha güçlü bir şekilde yönlendirilmesine yardım edecektir. Belirsizliğin hakim olduğu bir ekonomide ekonomik birimler, gelecekle ilgili olarak yanlış tahmine dayalı hesaplamalar yaparak karar alırlar. Piyasaların yapmış olduğu yanlış hesaplamalar büyük ölçüde merkez bankasının niyeti ile ilgili yapılan yanlış tahminler sonucu ortaya çıkmaktadır (Blinder, 1998: 72-73; Cecchetti ve Krause, 2002: 47). Bu nedenle, tamamen ortadan kaldırılması mümkün olmasa da, amaçları, niyeti, genel stratejisi hakkında daha açık bir vizyon sunarak merkez bankasının ekonomideki belirsizliğin kendi eylemlerinden kaynaklanan kısmını azaltması mümkündür.

Merkez bankası, kısa dönem faiz oranlarının gelecekte izleyeceği patikanın planını çizerek ve bu planı piyasalar ile şeffaf bir şekilde paylaşarak uzun vadeli oranları, tüketimi ve yatırımı etkileyen diğer fiyatları etkileyebilir. Daha fazla şeffaflık durumunda beklentiler para politikası değişikliklerine daha güçlü bir şekilde tepki verdiği için para politikasının ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi de daha güçlüdür. Bu nedenle, daha fazla şeffaflık merkez bankalarının daha dikkatli ve tedbirli olmalarına yol açar (Adrian ve Song Shin, 2011: 638; Jensen, 2002: 401).

### 3.3. Enflasyon Hedeflemesinde Enflasyon Beklentilerinin Çapalanması

Enflasyon beklentileri için güvenilir bir nominal çapanın önemi uzun zaman önce anlaşılmıştır. Fiyat istikrarını amaçlayan bir para politikasının etkin bir şekilde yürütülebilmesi için ekonomik birimlerin orta dönemli enflasyon beklentilerinin çapalanması gerekmektedir. Pek çok merkez bankası başkanı tarafından yapılan konuşmalarda enflasyon beklentilerinin orta vade de fiyat istikrarı ile uyumlu şekilde sıkı sıkıya çapalanmasını sağlamanın önemine vurgu yapan cümlelere sık sık rastlanmaktadır. Örneğin, Fed'in eski Başkanı Ben Bernanke, 2007 yılında enflasyonun belirleyicileri ve enflasyon beklentileri üzerine yapmış olduğu konuşmasında şöyle demektedir (Bernanke, 2007).

*“Enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesi enflasyon ve genel ekonomik performans üzerinde birinci dereceden belirleyicidir. Orta vadeli enflasyon beklentileri çapalanmadığında/çapadan kurtulduğunda, artık gerçekleşen enflasyon ya da deflasyon ile birlikte hareket ederler. Böyle bir durumda yeniden fiyat istikrarını tesis etmek çok maliyetlidir.”*

Anlaşılabacağı üzere, enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesinin para politikası açısından önemli sonuçları vardır. Enflasyon beklentileri gerçekleşen enflasyon oranlarının en temel belirleyicisi konumundadır. Bu nedenle, düşük ve istikrarlı enflasyon beklentileri düşük ve istikrarlı enflasyon oranları anlamına gelmektedir. Düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarının sürdürülmesine olan katkısından dolayı enflasyon beklentilerinin çapalanması para politikasının en öncelikli amacı olarak kabul edilmektedir (Pétursson, 2004: 57). Walsh'a göre, uygulanan parasal strateji güçlü bir nominal çapa sağlayabiliyor ve ekonomik istikrarsızlığı azaltabiliyorsa merkez bankasının takip ettiği politika iyi bir politikadır (Walsh, 2008: 21). Bu anlamda, EH'nin iyi bir para politikası sistemi olup olmadığı beklentileri çapalayabilme performansı ile ölçülebilecektir.

Enflasyon beklentilerinin çapalanmasında merkez bankasının karşılaştığı en büyük problem, ekonomik birimlerin beklentilerini oluştururken ileriye değil geriye dönük bir bakış açısıyla hareket etmeleridir. Beklentilerin oluşum sürecinde geçmiş dönem gerçekleşen enflasyon oranlarının referans alınması enflasyonda kendi kendini besleyen bir

süreci (enflasyon ataleti) doğurmaktadır. Geriye dönük bakış açısı, ilan edilen enflasyon oranlarının enflasyon beklentilerini çapalama şansını büyük ölçüde zayıflatmaktadır. Bu nedenle EH’de enflasyon beklentilerinin çapalanabilme performansı değerlendirilirken enflasyon beklentilerinin oluşturulma sürecinde ne derece ileriye dönük ya da ne derece geriye dönük bir bakış açısıyla hareket edildiğinin ve hangi verilerin dikkate alındığının iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Bu analiz enflasyon beklentilerinin oluşumu aşamasında merkez bankasının ekonomik aktörlere karşı izleyeceği iletişim stratejisinin temelini oluşturmaktadır.

Bu doğrultuda enflasyon beklentilerinin iyi çapalanabilmesi için öncelikle geçmiş dönem enflasyon oranı ile beklentiler arasındaki ilişkinin zayıflatılmasına ve enflasyon beklentileri için referans alınabilecek güvenilir bir alternatif enflasyon oranına ihtiyaç vardır. Bu anlamda, merkez bankası tarafından ilan edilen enflasyon hedeflerine beklentileri çapalama konusunda önemli bir rol düşmektedir. Ancak, bir enflasyon hedefinin ilan edilmiş olması tek başına ekonomik birimlerin enflasyon beklentisi davranışını değiştirmeleri için yeterli değildir. İlan edilen enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri için yol gösterici bir nitelik kazanması için merkez bankasınca izlenecek etkili bir iletişim stratejisi ile bu hedeflere güvenilirlik kazandırılmalı ve inandırıcı olmaları sağlanmalıdır.

### **3.3.1. Enflasyon Beklentilerinin Çapalanmasında Enflasyon Hedeflerinin Rolü**

Bir para politikası çevresini sınırlayan üç unsur vardır. Bunlar para politikasının karşı karşıya olduğu kısıtlamalar, para politikasının amaçları ve ekonomik aktörlerin para politikası hakkında sahip olduğu inanışlardır. *İlk olarak*, merkez bankası için ulaşılabilir sonuçları sınırlayan ekonomik ilişkiler söz konudur. Aynı zamanda, bu ekonomik ilişkiler bazı kısıtlamalar tarafından tanımlanmaktadır. Politika analizlerinin yürütüldüğü en basit modellerde bu kısıtlama Phillips Eğrisinin bazı varyasyonlarında temsil edilmiştir. Bir para politikası çerçevesini sınırlayan *ikinci unsur* merkez bankasının amaçlarının tanımlanmasıdır. *Üçüncü unsur* ise ekonomik aktörlerin para politikası hakkında sahip oldukları *inanırları* diğer bir ifadeyle beklentileridir. Buna göre, ekonomik aktörlere göre merkez bankası takdire dayalı olarak mı yoksa belli bir kural çerçevesinde mi hareket etmektedirler? Merkez bankasınca ilan edilen açıklamalar güvenilir midir? Bu üç unsurun

merkez bankası tarafından etkilenebilmesi EH sisteminin başarısının nedenini oluşturmaktadır. Basit bir ileriye dönük Phillips Eğrisi formu ile enflasyon hedeflemesinin kısıtlamalar üzerindeki etkisini göstermek mümkündür (Walsh, 2008: 6-7):

$$\pi_{it} = \pi_{t|t}^T + \beta E_t(\pi_{t+1} - \pi_{t+1}^T) + \kappa x_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

$\pi$  enflasyon oranı,  $\pi^T$  merkez bankasının enflasyon hedefi,  $x_t$  ise çıktı açığı ve  $\varepsilon_t$  maliyet şoklarını temsil etmektedir. Firmaların fiyatlarını merkez bankasının enflasyon hedefine dair yaptıkları değerlendirmelere göre ayarladıkları varsayılmaktadır. Ekonomik birimler merkez bankasının belli bir enflasyon hedefinin olduğuna inanmaktadırlar. Yukarıdaki eşitlikte  $\pi_{t|t}^T$  ekonomik birimlerin merkez bankasının enflasyon hedefinin ne olduğuna yönelik beklentilerini temsil etmektedir.

Bu eşitliğe göre, ilan edilen enflasyon hedefleri birkaç şekilde enflasyon ve çıktı açığı arasındaki ilişkiyi etkileme gücüne sahiptir. *İlk olarak*, resmi bir enflasyon hedefi ilan edildiğinde ekonomik birimler merkez bankasının enflasyon hedefi ile ilgili tahminlerini bu hedefe doğru çekeceklerdir. Enflasyon beklentileri ilan edilen enflasyon hedefine uyumlu olarak düşürüldüğünde otomatik olarak herhangi bir reel maliyete sebep olmadan gelecek dönem enflasyonunun düşmesi sağlanacaktır (*enflasyon beklentilerini düşürücü etki*).

*Enflasyon beklentilerini düşürücü* etkinin ortaya çıkması için merkez bankasının fiyat istikrarı hedefini yürüttüğü iletişim stratejisinin merkezine koyması gerekmektedir. Bu anlamda etkili bir iletişim stratejisiyle açık bir enflasyon hedefi ilan eden bir merkez bankası ekonomik birimlere beklentilerini şekillendirecekleri ve bir odak noktası sunmuş olacaktır. Esasında açık ve sayısal bir enflasyon hedefinin en birinci avantajı beklentiler için bir odak noktası olmasından ileri gelmektedir (Demertzis ve Viegi, 2008: 57)

*İkinci olarak*, enflasyon hedeflemesi, ilan ettiği enflasyon hedefleri vasıtasıyla enflasyon beklentilerini çapalayarak çıktı açığı ve enflasyon oynaklığı arasındaki kısa dönem değiş tokuş ilişkisini iyileştirebilmektedir. Şöyle ki merkez bankasınca ilan edilen açık bir enflasyon hedefinin olmadığı durumda meydana gelen pozitif bir enflasyon şoku ekonomik birimlerin merkez bankasının (örtük) enflasyon hedefine dair hesaplamalarını

yukarı çekebilir. Bu durumda, gerçekleşen enflasyon oranındaki yükselişi sınırlandırmak için çıktı açığının daha fazla artırılması gerekecektir. Enflasyon beklentilerinin istikrarlı olduğu tersi durumda ise enflasyon oynaklığı daha az olduğundan, kısa dönemde merkez bankasının karşı karşıya olduğu enflasyon ve çıktı açığı değiş tokuş ilişkisi iyileşecektir. Ayrıca, bir arz şoku meydana geldiğinde enflasyon hedeflerinin çıktı üzerinde dolaylı bir istikrar sağlayıcı özelliği de söz konusudur. Bu mekanizma yine beklentilerin çapalanması üzerinden çalışmaktadır. Buna göre, çıktı seviyesi önemli ölçüde düştüğünde merkez bankasına faiz oranı aracını kullanarak müdahale edebilme yeteneğini kazandıran beklentilerin çapalanma derecesi olmaktadır. Bu özellik, daha aktif bir para politikası izlenmesine ve çıktı istikrarının sağlanabilmesine olanak tanımaktadır. Böylelikle, merkez bankası ilan ettiği enflasyon hedefleriyle enflasyon beklentilerini çapalayabildiği ölçüde hem enflasyon hem de çıktı oynaklığının azalmasını sağlayabilmektedir. Bu sonuç, hem çapalanmış enflasyon beklentilerinin gelecek dönem enflasyonunda gereksiz yükselişlere yol açmayarak reel ekonomik aktiviteyi daraltıcı bir para politikası tepkisi gerektirmemesinden hem de gerektiğinde çıtıdaki istikrarsızlığı giderebilmesi için merkez bankasına faiz oranını daha esnek kullanma fırsatı vermesinden kaynaklanmaktadır (Libich, 2011: 1-2; Walsh, 2008: 7).

*Üçüncü olarak*, enflasyon hedefleri ekonomik birimlerin hem cari hem de gelecek enflasyon hedeflerine ilişkin belirsizliklerinin azalmasına yardımcı olur. Phillips eğrisi denklemini yeniden yazarak bu durumu şu göstermek mümkündür (Walsh, 2008: 8).

$$\pi_{it} = \pi_{t|t}^T + \beta E_t(\pi_{t+1} - \pi_{t+1}^T) + \kappa x_t + v_t \quad (11)$$

Yeni hata terimi aşağıdaki eşitlikteki gibidir:

$$v_t = \varepsilon_t - (\pi_t^T - \pi_{t|t}^T) \quad (12)$$

Enflasyon denklemindeki hata terimi maliyet şoku ve ekonomik birimlerin merkez bankasının (örtük) enflasyon hedefi ile ilgili tahmin hatalarından oluşmaktadır. Bu nedenle açık bir enflasyon hedefi ilan edilerek ekonomik birimlerin enflasyon hedefine dair tahmin hatalarının azaltılması hem enflasyon hem de çıktı açığının daha istikrarlı bir hale gelmesini sağlayacaktır.



### 3.3.2. Enflasyon Beklentilerinin Çapalanmasında Güvenilirliğin Önemi

İlk olarak Kydland ve Prescott (1977) ve Barro ve Gordon (1983) tarafından sistemli bir şekilde incelenen güvenilirlik olgusu, 1970'lerin sonlarından itibaren hem politika yapımcıları arasında hem de akademik çevrede yapılan tartışmalarının en önemli başlıklarından biri olmaya devam etmektedir. Para politikasında güvenilirlik konusunun tartışılması 1960'lardan 1980'lere kadar devam eden kronik yüksek enflasyona bir çözüm bulma arayışlarına dayanıyordu. Bugün çok sayıda ülkede enflasyon oranları nispeten düşük gerçekleşmektedir. Artık enflasyon genel itibari ile önemli bir problem olmaktan çıkmıştır. Buna rağmen, para politikasında güvenilirlik meselesi önemini korumaya devam etmektedir (Faust ve Svensson, 2001: 370).

Literatürde üzerinde uzlaşa sağlanmış bir güvenilirlik tanımı mevcut değildir. Ancak, Blinder'in yapmış olduğu güvenilirlik tanımı bu konuda öne çıkmaktadır. Blinder (1999: 4) güvenilirliği şöyle tanımlamıştır:

*“Güvenilirlik, yapılan işlerin verilen sözler ile örtüşmesidir. Eğer insanlar merkez bankasının taahhütte bulunduğu şeyleri yapacağına inanıyorsa, merkez bankası güvenilirdir.”*

EH sistemi altında ilan edilen sayısal enflasyon hedefinin fiyat ve ücret ayarlama davranışlarını koordine ederek enflasyon beklentilerinin çapalanmasında güçlü bir araç görevi gördüğüne ve böylelikle merkez bankasının para politikası uygulamasını kolaylaştırdığına inanılmaktadır (Castelnuovo ve diğerleri, 2003: 5). Bu anlamda EH sisteminin en önemli özelliklerinden bir tanesi, ekonomik karar birimlerinin gerçekleşen enflasyon dışında referans alabilecekleri alternatif bir enflasyon oranı (enflasyon hedefi) ilan ederek enflasyon beklentilerini yönlendirebilmesidir. Ancak, enflasyon hedeflerinin beklentiler için referans değer olarak kabul görmesi herşeyden önce para otoritesine ve politikasına duyulan *güvene* bağlıdır. Daha önceden ilan edilmiş enflasyon hedeflerine iyi bir şekilde çapalanmış enflasyon beklentileri uzun dönemde para politikasının güvenilir ve sürdürülebilir olduğunun çok güçlü bir göstergesidir (Demertzis ve diğerleri, 2009:14). Güvenilirlik düşük olduğunda ise enflasyon beklentileri önemli dalgalanmalar gösterecek ve para politikasının düzgün işleyişi bozulacaktır (Castelnuovo ve diğerleri, 2003: 17).

Bu nedenle, EH’de güvenilirliğin sağlanması belki de bu stratejinin en olmazsa olmazlarından biridir. İlan edilen enflasyon hedeflerinin ekonomik birimler için yol gösterici nitelik taşıması için, hedeflere duyulan güvenin yüksek ve para politikasının güvenilirliğinin sağlam olması gerekmektedir. Ekonomik birimlerin ilan edilen enflasyon hedefine olan güveni diğer stratejilerde olduğu gibi gelecek dönem enflasyon için belirleyici bir gösterge olduğu düşünülen bir ara hedefe ulaşılmasına bağlı değildir. *Bundan ziyade, söz konusu enflasyon hedefine ulaşılacağına dair verilen sözün güvenilirliğine bağlıdır.* Bu güvenilirlik ekonomik birimlerin para politikasının fiyat istikrarı hedefine yönelik olarak uygulanmaya devam edeceğine ve para politikası amaçlarının değişmeyeceğine inanıp inanmamasıyla ilişkilidir (Allen, 1999: 9-10).

Bu anlamda, merkez bankasının t-1 dönemde ilan ettiği enflasyon hedefinin güvenilirliğini enflasyon beklentilerinin bu hedeften gösterdiği sapma miktarı ile ölçmek mümkündür.

$$c_{t-1} \equiv -|t_{t|t-1}| \quad (13)$$

$c_{t-1}$ , t-1 döneminde ilan edilen enflasyon hedefinin güvenilirliğini temsil etmektedir. Politika anonslarının ortalama güvenilirliği olarak tanımlanan bu ifade, beklentiler enflasyon hedefinden ne kadar sapma gösterirse güvenilirliğin de o ölçüde düşük olduğu anlamını içermektedir. Örneğin, merkez bankası t-1 döneminde t dönemi için sıfır enflasyon hedefi ilan etmiş olsun. Bu durumda, t-1 döneminde sıfır enflasyon hedefinin güvenilirliği enflasyon beklentilerinin sıfırdan sapma derecesinin negatif işaretli mutlak değerine eşit olacaktır (Faust ve Svensson, 2001: 373).

Diğer taraftan güvenilirlik kazanılabilir olduğu kadar kaybedilebilen; kısaca zamanla değişebilen bir olgudur. Aynı zamanda, şartlar değiştikçe para politikasına olan güven ve dolayısı ile para politikasının beklentileri çapalama kuvveti de değişebilmektedir. Örneğin, Demertzis ve Viegi (2008: 55) çalışmalarında açık sayısal bir hedefi olan para politikası rejiminin ekonomik birimlere beklentilerini koordine edebilmeleri için iyi bir çapa sunduğunu; ancak bunun her koşulda geçerli olmadığını göstermişlerdir. Demertzis ve Viegi, büyük bir şok beklentisinin ve diğer kamusal bilgi kaynaklarının çok şeffaf

olmadığı bir ortamda enflasyon hedeflerinin tek ulaşılabilir bilgi olması durumlarında enflasyon hedeflerinin beklentileri çapalama kuvvetinin artacağını ileri sürmektedirler.

Bu bağlamda etkili bir iletişim stratejisi ile enflasyon hedeflerinin diğer bilgi kaynaklarının önüne geçerek beklentiler için temel referans değer özelliği kazanması sağlanabilir. Ancak bunun için merkez bankasının amaçları ve niyeti hakkında şeffaf bir tutum izlemesi gerekmektedir. Şeffaflık, özel ekonomik birimlerin, merkez bankasının amaç ve niyetlerini gözlemlerinden ne kadar kolaylıkla anlayabildiği ile ilgili bir durumdur. Merkez bankasının fiyat istikrarı amacı hakkında belirsizliğin olmaması enflasyon hedeflerine sağlam bir çapa olma konusunda güç kazandırmaktadır (King, 1999: 15). Bu anlamda, merkez bankası şeffaflığı merkez bankası için yalnızca başarısızlıklarının sebeplerini ve faaliyetlerini açıklamak için bir fırsat değil, aynı zamanda da enflasyon beklentilerini çapalamaya yardım eden ve enflasyon hedefinden sapma olasılığını azaltan bir faktördür (Siklos, 2010a: 68).

Bununla birlikte, ilan edilen enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin sağlanması için merkez bankasının uyguladığı politikalarla enflasyon hedeflerine yönelik taahhüdünü desteklemesi gerekmektedir. Bunun için merkez bankası para politikası faiz oranını enflasyon oranını hedeflenen orana sistematik bir şekilde yaklaştıracak şekilde kullanmalıdır. Diğer bir ifadeyle Taylor Kuralı işletilmelidir. Merkez bankası cari enflasyon oranı hedeflenen enflasyon oranını aştığında faiz oranını enflasyon oranından daha fazla arttırmak suretiyle kısa dönem reel faiz oranını yükselttiği; cari enflasyon oranının hedefin altında kaldığı tersi durumda ise kısa dönem reel faiz oranını düşürdüğü sürece beklenen enflasyon, enflasyonun hedeflenen enflasyon oranına doğru çizdiği rota ile uyumlu olacaktır. Bir anlamda enflasyon beklentileri sağlam bir şekilde çapalanacaktır (Fuhrer, 2011: 473).

EH sisteminde ilan edilen hedeflere para politikasının etki alanında olan ya da olmayan nedenlerden dolayı belirlenen süreler içinde ulaşamaması para politikasının ciddi bir güven sorunu ile karşı karşıya kalmasına ve hedeflerin beklentileri yönlendirme gücünün zayıflamasına neden olur. Bu nedenle merkez bankaları değişen koşulların orta ve uzun vadede yaratabileceği etkileri hedef ve tahminlerine yansıtmayarak ulaşılması güç hedefler belirlememeli ve bu hedefleri korumaya çalışmamalıdır. (Kartal, 2011: 94).

Ayrıca, yürütülen politikaların güvenilirliğini korumak adına para politikasının etki alanı dışından gelecek şokların da enflasyonu arttırıcı etkileri de dikkate alınmalı ve para politikasının güvenilirliğini azaltıcı dışsal şoklara karşı politikalar uygulanmalıdır. EH'de para politikasının başarısı için uygulanacak politika, gelişmelere göre sürekli güncellenmeli, orta vadede enflasyon görünümünü etkileyen her türlü veri değerlendirilmeli ve değişiklik gerektiğinde zaman kaybetmeden uygulamaya konulmalıdır (Aras, 2010: 103). Bunlara ek olarak büyüme ve istihdam amaçlarının ön plana çıktığı ekonomik daralma dönemlerinde hedeflerin çapa olma gücünün aşınmaması için enflasyon hedefleri açık olarak vurgulanmalı ve hedefe ulaşma süreleri netleştirilmelidir (Akyazı ve Ekinci, 2009: 14).

Literatürde para politikasının güvenilirliğinin esnekliği arttırdığına yönelik teorik ve ampirik kanıtlar mevcuttur. Buna göre, düşük güvenilirliğe sahip bir merkez bankası güvenilirliğini daha fazla erozyona uğratmamak için şoklara karşı mücadelede esnek hareket edememektedir. Tersine durumda yani, para politikasının güvenilirliği güçlü iken merkez bankası çıktındaki azalmaları telafi etmek için enflasyon korkusu yaşamadan daha aktif ve rahat bir genişlemeci politika izleyebilmektedir<sup>60</sup> (McCallum, 2003a: 5). Bu anlamda, para politikasının güvenilirliğinin güçlenmesi parasal otoritenin para politikası araçlarını esnek bir şekilde kullanmasına ve ekonomik şoklara bağımsız bir şekilde tepki göstermesine olanak tanımaktadır. Bu da çıktının potansiyel seviyesine yaklaştırılmasına yardım etmektedir (Central Bank of Chile, 2007: 17)<sup>61</sup>.

### **3.3.3. Çapalanmış Enflasyon Beklentileri ile Elde Edilen Esneklik Kabiliyeti**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin yaşanan ekonomik krizlere rağmen ayakta kalabilmesinin asıl sebebi, EH uygulayan bazı merkez bankalarının finansal strese meydana gelen değişimleri EH uygulamayan merkez bankalarından daha farklı bir şekilde dikkate almaları ya da nispeten daha şeffaf olmaları değildir. Literatürde ne varlık

---

<sup>60</sup> Bununla birlikte bu iddianın tersini savunanlarda mevcuttur. Örneğin, Faust ve Svensson (2001: 389), düşük ve yüksek güvenilirliğe sahip merkez bankalarının arz şoklarına aynı şekilde tepki gösterdiğine yönelik kanıtlar elde etmişlerdir.

<sup>61</sup> Goodfriend (2004: 323), ABD para politikası kısa dönemli istikrar politikaları takip edebilmek için gerekli olan esnekliğin düşük enflasyona dair verilen güvenilir bir taahhüt ile arttırılabileceğini ileri sürmektedir. Goodfriend'e göre bu güvenilirliği güçlendirilmesinin yolu Fed'in uzun dönemde enflasyonun para politikasının öncelikli amacı olduğunu açık bir şekilde ilan etmesinden geçmektedir.

fiyatlarına olan müdahalelerin şekli ne de üstün şeffaflık derecesi, EH'nin makroekonomik krizlerle mücadele de sahip olduğu karşılaştırmalı esneklik üstünlüğünün ana kaynakları olarak görülmemektedir<sup>62</sup>. Daha ziyade, EH enflasyon beklentilerini daha sağlam bir şekilde çapalayabilmesi nedeniyle politikacılara daha esnek bir sistem sunmaktadır (Siklos, 2010a: 60-61).

Enflasyon beklentilerinin iyi çapalanmış olması, düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarının sürdürülebilmesi için önemlidir. Ancak, para politikası sistemi esas amacına dair verdiği taahhüdün güvenilirliğine bir zarar vermeksizin arazi şoklara yeterli ölçüde tepki verebilme esnekliğine ihtiyaç duyar. Hem fiyat istikrarı hedefine dair verilen güçlü ve güvenilir bir taahhüt hem de para politikasının güvenilirliği azaltılmadan şoklara tepki verebilme esnekliğinin aynı para politikası sistemi içinde pratikte bir araya getirilmesi zordur. Örneğin, altın standardı çok katı bir nominal çapa formu sunmuş, açık bir hedef tanımlanmayan tamamen takdire dayalı para politikası sistemleri ise uzun dönemde ekonomiye reel bir getiri sağlamadan yalnızca enflasyonda aşırı yükselişlere yol açmışlardır. Parasal hedefleme stratejisi ise enflasyon ve para talebi arasındaki kaybolan istikrarlı ilişki nedeniyle artık güvenilir bir çapa sunmaktan uzaktır. Dışarıdan güvenilirlik ithal edilmesi aracılığıyla çalışan büyük ölçüde terk edilmiştir. Son yıllarda giderek artan sayıda ülke tarafından para politikası sistemi olarak uygulamaya geçirilen EH'nin kazandığı desteğin arkasında ise büyük ölçüde diğer stratejiler tarafından sunulamamış olan esneklik ve güvenilirlik özelliklerini bir arada taşıyor olması yatmaktadır. Buna göre, EH bir taraftan para politikası için açık ve güvenilir bir çapa sağlarken diğer taraftan da para politikasının güvenilirliği zedelenmeden kısa dönemli ekonomik şoklara yeterli ölçüde tepki verebilme esnekliği sunmaktadır (Pétursson, 2004: 57).

Daha önce de ifade edildiği gibi EH bu esnekliği enflasyon beklentilerini çapalayabilme gücü üzerinden sağlamaktadır. Burada asıl görev enflasyon hedeflerine aittir. Şöyle ki çalkantılı makroekonomik dönemlerde enflasyon hedeflerinin olmadığı bir durumda enflasyon beklentileri gelişmelere göre hızlı bir uyarlanma süreci içerisine girer. Örneğin bir pozitif bir enflasyon şoku yaşandığında enflasyon beklentileri hızlı bir şekilde yukarı yönlü güncellenir. Aynı şekilde bir arz şokunun yaşanması beklentiler üzerinde

---

<sup>62</sup> Bununla birlikte bu düşüncenin tersini savunanlar da mevcuttur. Bu karşı argümana göre, EH'nin başarısı kendisine ait özelliklere değil istikrarlı makroekonomik ortama bağlanmalıdır. Bkz. Ball ve Sheridan, 2004.

benzer bir etki meydana getirebilecektir. Enflasyon beklentilerinin bu şekilde oynak bir yapı arz etmesi para politikasının esnekliğini önemli ölçüde sınırlayan bir unsurdur. Bunun nedeni para politikası kısa dönem reel istikrarı sağlamaya çalışırken orta vadede fiyat istikrarı hedefini gözetmek ve ona göre hareket etmek zorunda olmasıdır. Bu zorunluluk merkez bankasının faiz oranlarını reel istikrar amacına yönelik olarak daha dikkatli ve kısıtlı bir şekilde kullanmasına neden olur. Sonuç olarak ise etkin bir reel istikrar politikası izlenemez. Ancak enflasyon hedefleri enflasyon beklentileri için esas anlamda yol gösterici olduğunda ve beklentiler büyük ölçüde bu hedeflere göre şekillendiğinde para politikasında genişlemeci yönlü hareketler beklentiler üzerinde olumsuz bir etki meydana getirmeyecektir. Böylelikle çapalanmış enflasyon beklentileri sayesinde merkez bankası faiz oranlarını daha etkin bir şekilde kullanarak daha aktif bir reel istikrar politikası izleyebilecektir. Bu durumda enflasyon beklentilerinin çapalanması merkez bankasının işini oldukça kolaylaştırmaktadır. Bir taraftan orta vadede fiyat istikrarı amacı korunurken, kısa vadede de makul bir esneklik elde edilmiş olmaktadır (Demertzis ve Viegli, 2008: 57; Cerisola ve Gelos, 2009: 1215-1217; Libich, 2011: 1-4).

### **3.3.4. Çapalanmış Enflasyon Beklentilerinin Davranış Özellikleri**

Çapalanma etkisi, gerçekleşen enflasyon oranı ve enflasyonu etkileyen diğer makroekonomik değişkenler ile enflasyon beklentileri arasındaki ilişkinin zayıflatılarak, enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde rol oynayan temel gösterge haline gelmesidir. Enflasyon hedeflerinin beklentileri çapalama başarısı merkez bankasının güvenilirliği ile doğrudan bağlantılıdır. Merkez bankasının para politikasının güvenilirliğinin yükselmesi ile birlikte orta ve uzun dönem enflasyon beklentileri enflasyon hedefine daha yakın gerçekleşmekte ve ekonomik gelişmelere neredeyse duyarsız hale gelmektedir (Valdés, 2007: 17). Demertzis ve diğerleri (2009: 10), para politikasında güvenilirlik ve çapalama etkisi arasındaki ilişkiyi şöyle ifade etmektedirler:

*“Enflasyon ve enflasyon beklentileri arasındaki ilişkiyi koparmayı başarabilen bir para politikası güvenilirdir.”*

İstikrarlı bir para politikası sistemi içinde iyi çapalanmış enflasyon beklentilerinin iki özelliğe sahip olması gerekir: *Birincisi*, belli bir seviye etrafında dağılımın az olması

(örn. merkez bankasının ilan edilen enflasyon hedefleri etrafında) yani düşük bir oynaklık derecesine sahip olmaları, *ikincisi* ise gerçekleşen enflasyon oranları ve enflasyon görünümünü etkileyen diğer değişkenler ile uzun ve kısa dönem enflasyon beklentileri arasındaki korelasyon derecesinin düşük olması (Castelnuovo ve diğerleri, 2003: 18). Bu bağlamda;

- İyi çapalanmış enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyon oranlarına ve enflasyonda meydana gelen beklenmeyen değişimlere karşı hassasiyetinin az olması gerekmektedir.

Enflasyon ve enflasyon beklentilerini modelleyen çalışmaların sonuçlarına göre enflasyon beklentileri iyi çapalandığında gerçekleşen enflasyonun ve enflasyondaki beklenmeyen bir artışların enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi çok daha küçük ve çok daha kısa ömürlü olmaktadır. Daha spesifik olarak, enflasyon beklentilerinin daha iyi çapalanması beklentilerin enflasyondaki değişikliklere daha küçük tepkiler vermesi ve enflasyonun baz düzeyine (EH'de enflasyon hedeflerine) daha hızlı yakınsaması sonucunu doğurmaktadır<sup>63</sup> (Clark ve Nakata, 2008: 17-18). Çapalanma etkisini kuvvetlendiren başka bir mekanizma da söz konusudur. Şöyle ki, yasal olarak belirlenmiş açık bir enflasyon hedefinin kamuoyu tarafından izlenebilmesi politika yapıcıların küçük enflasyon sürprizlerinden uzak durmalarını sağlamaktadır. Çünkü, açık bir enflasyon hedefinin varlığı durumunda gerçekleşen enflasyonu hedeflenen enflasyon ile karşılaştırma olanağına sahip olan ekonomik birimler, politika yapıcıları daha yüksek enflasyon beklentileri ile cezalandıracaktır. Bu cezalandırma mekanizması sayesinde ekonomik birimler beklentilerini daha az sıklıkta değiştirme ihtiyacı hissedecek ve beklentilerini değiştirmekten kaynaklanan maliyetlerden tasarruf edebileceklerdir. Bu durumda, ekonomik aktörlerin davranışları bir anlamda daha sağlam bir şekilde çapalanmış olacaktır (Libich, 2011: 3).

---

<sup>63</sup> Ancak beklentilerin enflasyondaki değişikliklere çok fazla tepki vermemesi enflasyon ve diğer makroekonomik değişkenlere yönelik şoklarının daha küçük olmasından da kaynaklanabilir. Bu nedenle, enflasyon beklentilerindeki istikrarın nedeni güçlü çapalanma etkisi olabileceği gibi gerçekleşen şokların büyüklüğündeki değişim de olabilir (Clark ve Nakata, 2008: 17-18).

- İyi çapalanmış enflasyon beklentilerinin makroekonomik kriz dönemlerinde kısa vadeli para politikası faiz oranı değişimlerine karşı fazla tepki göstermemesi beklenir.

Libich (2011: 3)'e göre çapalama etkisi, para politikasına faiz oranı aracını makroekonomik istikrarsızlıklarla mücadelede daha esnek bir şekilde kullanma fırsatı vermekte ve bu anlamda faiz oranını istikrar sağlamada daha etkin bir araç haline getirmektedir. Bu anlamda, ekonomide meydana gelen bir arz şokunun ekonomi üzerinde meydana getirdiği durgunluk tehlikesinin önüne geçmek için merkez bankasının para politikası faiz oranı aracını kullanma yeteneği beklentilerin çapalanma derecesine bağlıdır. Şöyle ki ekonomide meydana gelen bir arz şokunun ardından çapa altındaki enflasyon beklentilerinin yukarı yönlü sıçrama göstermemesi, durgunluk tehlikesiyle karşı karşıya kalan bir merkez bankasının faiz oranlarını daha keskin bir şekilde indirmesine olanak tanır. Böylelikle merkez bankası bir taraftan durgunluk ile daha güçlü mücadele edebilirken, diğer taraftan bu mücadele sırasında sahip olduğu güvenilirlik sayesinde enflasyon beklentilerinin bozulmamasına bağlı olarak gelecek dönem enflasyon hedefi tehlikeye girmez. Goodfriend (2004: 316), para politikasında güvenilirlik ve esneklik arasındaki ilişkiyi ABD para politikası üzerinden şöyle tarif etmektedir :

*“ Ekonomik birimler nezdinde sağlam bir güvenilirliğe sahip değilken Fed'in çıktı istikrarını sağlamak için kullanacağı faiz oranı politikası esnekliğini kaybeder. Daha açık bir ifadeyle, çıktı açığının istikrarını sağlamak için faiz oranı politikasını kullanılmaya devam edilmesi durumunda Fed fiyat istikrarı taahhüdünün güvenilirliğini tesis edemez.”*

Diğer taraftan bugün hala bazı ülkeler para politikasının uzun dönemde birincil amacının fiyat istikrarı<sup>64</sup> olmasının reel ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde para politikasının mücadele esnekliğini zayıflatacağını öne sürmektedirler. Bu düşünceye göre,

---

<sup>64</sup> Fiyat istikrarının para politikasının birincil amacı olarak kabul edilmesi durumunda, fiyat istikrarına atfedilen bu önceliğin niceliksel ya da niteliksel olarak ifade bulmasının beklentilerin çapalanmasında önemli olup olmadığı tartışmalı bir konudur. Örneğin Goodfriend (2004: 325)' e göre, fiyat istikrarına verilen önceliğin, Fed eski başkanı Greenspan'ın fiyat istikrarı tanımı kullanılarak niteliksel bir dille belirtilmesi durumunda da beklentilerin çapalanması sağlanabilecektir. Goodfriend'e göre, böylesi bir taahhüt Greenspan'ın fiyat istikrarı tanımından yola çıkılarak, “para politikasının, fiyatlar genel seviyesindeki beklenen değişim oranının bireysel ve kurumsal kararları etkilemeyecek düzeyde gerçekleşmesini sağlamak amacıyla yönelik yürütüleceği” şeklinde de verilebilir.



para politikasının birincil amacı fiyat istikrarı iken faiz oranı aracının reel ekonomik istikrarsızlıkları giderme amacına yönelik uygulanması enflasyonist beklentilerin bozulmasına neden olacaktır. Bu durumda, merkez bankası enflasyonist sonuçlar doğuracağı kaygısıyla faiz oranı aracını esnek bir şekilde kullanmakta çekimser kalacaktır. Bu düşünce, temelde doğru olmasına karşın para politikasının güvenilirliği unsurunu hesaba katmaması nedeniyle gerçeği tam olarak yansıtmamaktadır. Güvenilirlik unsuru para politikasına beklentileri çapalama gücü ve şoklarla mücadele esnekliği kazandırmaktadır. Bu nedenle, yukarıdaki düşüncenin tam tersine EH altında fiyat istikrarına yönelik verilen tam taahhüt para politikasına fazladan bir güvenilirlik sağlayarak beklentileri çapalanmasına ve şoklara karşı daha esnek hareket edilmesine imkân vermektedir. Her ne kadar o dönemde açık enflasyon hedefleyicisi konumunda olmasa da Goodfriend'in ABD para politikası için yaptığı değerlendirme, beklentilerin çapalanma derecesinin para politikasının esnekliğine yaptığı katkıyı uygulama üzerinden açık bir şekilde örneklendirmektedir (Goodfriend, 2004: 324):

*“Fed’in çıktı açığını dengeye kavuşturma gücü, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesi ile doğru orantılı bir şekilde arttırmaktadır.”*

Bununla birlikte EH, yaşanan son küresel mali kriz sırasında beklentileri çapalama yoluyla para politikasına daha fazla esneklik sağlayıp sağlamadığı konusunda ilk sınavından geçmiştir. Bazı araştırmacılara göre, EH bu sınavdan başarı elde etmiştir. Örneğin, Filho (2011: 12-13), kriz sırasında EH uygulayan ülkelerin krize müdahale açısından önemli bir esneklik avantajı elde ettiğini ileri sürmektedir. Ona göre, enflasyon hedeflerinin sağladığı güven enflasyon hedefleyen merkez bankalarına faiz oranlarını diğer merkez bankalarına göre daha fazla düşürebilme yeteneği ve imkanı sağlamıştır. Bu sonucu ampirik olarak da kanıtlayan Filho, kriz sırasında enflasyon hedefleyen merkez bankalarının nominal ve reel faiz oranlarını daha sert bir şekilde aşağı çektiklerine ve bu ülkelerin deflasyon korkusu<sup>65</sup> ile karşılaşma olasılıklarının daha düşük olduğuna dair kanıtlar elde etmiştir.

---

<sup>65</sup> Filho, deflasyon korkusunu aylık enflasyon oranının ardı ardına üç kez negatif bir değer alması olarak tanımlamış ve peş peşe yalnızca bir ya da iki kez negatif enflasyon oranına sahip olan ülkeleri, aylık negatif enflasyon oranları en az bir çeyrek dönem boyunca süren (enflasyon beklentilerinin kalıcı olarak aşağı yönlü revize edilmesine yol açabilecek olan) ülkeleri birbirlerinden ayırmışlardır.

- Enflasyon beklentilerinin iyi çapalanmış olduğunun bir diğer önemli göstergesi makroekonomik gelişmeler ile ilgili haberlere daha duyarsız olmalarıdır.

Bunun nedeni parasal otoritenin büyük ihtimalle fiyat istikrarını sağlamaya devam edeceği bu yönde mücadeleden vazgeçmeyeceği beklentisidir. Enflasyon beklentilerinin gelecek dönem enflasyonunun en önemli belirleyicisi olduğu düşünüldüğünde çapalanmış enflasyon beklentileri petrol fiyatları ve döviz kurlarındaki büyük dalgalanmalar gibi farklı türlerde geçici şokların enflasyon üzerinde sınırlı etki meydana getirmesi anlamına gelmektedir. Aynı zamanda beklentilerin çapalanması ile elde edilen bu etki çıktı açığı oynaklığında bir artış meydana getirilmeden elde edilmektedir (Berg ve diğerleri, 2013: 4).

### **3.4. Enflasyon Beklentilerinin Çapalanma Derecesini Ele Alan Ampirik Literatür**

Enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesini ele alan ampirik literatür EH'nin muhtemel faydaları üzerine daha fazla kanıt sunmaktadır. Bu ampirik literatüre göre, enflasyon hedefleyen ülkelerde enflasyon beklentileri enflasyon hedeflemeyen ülkelere göre daha iyi çapalanmış gözükmektedir. Yani, bu ülkelerde enflasyon beklentileri gerçekleşen enflasyon oranlarına ve enflasyon oranını etkileyen şoklara ve diğer gelişmelere özellikle de uzun dönemde daha az tepki göstermektedir. Bu çalışmalara göre, enflasyon hedeflemesi bir süre uygulandığında farklılık meydana getirecek, enflasyon hedeflerinin nominal çapa olma özelliği kuvvet kazanacak ve enflasyon beklentileri daha sağlam çapalanmış olacaktır. Optimal para politikası üzerine ortaya atılan son teori olan Yeni Neoklasik Sentez'e göre sağlam bir nominal çapa başarılı bir para politikası için çok önemlidir (Mishkin, 2006b: 198).

Bu bağlamda, EH'nin ortaya çıkardığı en temel faydaların onun beklentileri çapalayabilme ve özellikle de geniş arz şokları sırasında dezenflasyonun çıktı maliyetini minimize edebilme yeteneği olduğu konusunda büyük ölçüde bir uzlaşma mevcuttur. Diğer bir ifadeyle, EH'nin gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki pek çok olumlu katkısı bu stratejinin beklentiler üzerindeki etkisine bağlanmaktadır (Cerisola ve Gelos, 2009: 1215). Bu bağlamda, enflasyon beklentileri ile ilgili ortaya konulan bu ampirik kanıtlar aynı zamanda enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği için sağlam bir gerekçe sunmaktadır.

### 3.4.1. Kırılgan Ekonomiler İçin Yapılan Ampirik Çalışmalar

Kırılgan ekonomiler için yapılan ampirik çalışmalarda genellikle enflasyon beklentilerinin çapalanmamış olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, bu ekonomilerde geçmiş dönem enflasyon oranlarının enflasyon beklentilerinin en önemli belirleyicisi olduğu çalışmalardan elde edilen diğer bir ortak sonuçtur. Buna göre, kırılgan ekonomilerde güçlü bir enflasyon ataleti söz konusudur. EH'nin enflasyon beklentilerini çapalamada etkin olup olmadığının incelendiği çalışmaların bazılarında, EH sonrası dönemde enflasyon beklentilerinin daha iyi çapalandığına yönelik kanıtlar elde edilirken; bazılarında EH öncesi ve sonrası dönemde enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesinde belirgin bir farklılık meydana gelmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Cerisola ve Gelos (2009), Brezilya'nın EH uygulamaya başladığı 1999 yılından sonraki dönemde enflasyon beklentilerinin temel makroekonomik belirleyicilerinin neler olduğunu incelemiştir. Yazarlar, özellikle, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin zaman içerisinde nasıl değiştiğine, beklentilerin geriye dönük bir bakış açısıyla oluşturulma derecesine ve makroekonomik temellerin özellikle de maliye politikasının beklentilerin oluşumundaki rolüne odaklanmışlardır. Çalışmada, Johansen prosedürü kullanılarak, enflasyon beklentileri, enflasyon, enflasyon hedefi ve faiz dışı fazla arasında bir eşbütünlük ilişkisi bulunmuştur. Daha sonra, birim kök içeren açıklayıcı değişkenleri ilişkilendiren eşbütünlük denklemi için vektör hata düzeltme modeli (VECM) hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, EH beklentileri çapalamaya yardım etmekte ve özellikle de yüksek belirsizlik dönemlerinde enflasyon beklentilerinin dağılımında (oyunaklığında) dikkate değer bir azalma meydana getirmektedir. Ayrıca, enflasyon hedefinin ve maliye politikası duruşunu temsilen kullanılan konsolide faiz dışı fazlanın GSYİH'ye oranının beklentilerin şekillendirilmesinde etkili olduğu bulunmuştur. Bununla birlikte, güvenilirliğin tam olması durumunda enflasyon hedefinin katsayısının bire eşit olmasının beklenebileceği de ifade edilmiştir. Çalışmadan elde edilen diğer bulgular, beklentilerin oluşumunda geçmiş enflasyon nispeten önemsiz bir etkiye sahip olduğuna ve enflasyon sürecinde ataletin olmadığına işaret etmektedir. Cerisola ve Gelos, ayrıca serilerin durağan ve durağan olmama durumlarını ayırt etmekte yaşanan zorluk nedeni ile OLS ve GMM tahminleri gerçekleştirmişlerdir. Tahmin sonuçlarına göre, reel efektif döviz kuru beklentileri arttırıcı yönde etki meydana getirmekte ancak, daha uzun gecikmelerde

bu etki tersine dönme eğiliminde olmaktadır. Yine GMM ve OLS sonuçlarına göre, politika faiz oranında geçmişte yapılan artışlar enflasyon beklentilerini yükseltmektedir. Enflasyon beklentilerinin 2004 yılından itibaren daha az geriye dönük olarak şekillendirildiği ve enflasyon hedefine daha iyi çapalandığı çalışmanın diğer bulguları arasındadır.

Başkaya ve diğerleri (2010), Türkiye’de 2008 yılı Haziran ayında yapılan hedef revizyonu sonucu enflasyon hedeflerinin 12 ve 24 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin nasıl değiştiğini incelemişlerdir. Nisan 2006-Ekim 2009 döneminin örneklem dönemi olarak belirlendiği çalışmada yapılan analizlerde hedef revizyonu sonrası enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerindeki belirleyiciliğinin arttığı ve geçmiş dönem enflasyon gerçekleştirmelerinin beklenti oluşumundaki rolünün azaldığı ortaya koyulmuştur. Bulgulara göre, Haziran 2008 öncesinde hedef ile 24 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamazken, Haziran 2008 sonrası ilişki daha anlamlı bir hal kazanmıştır. Öte yandan, enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon arasındaki ilişki hedef revizyonu sonrasında hem büyüklük hem de istatistiksel anlamlılık derecesi bakımından azalmıştır. Çalışmadaki bulgular, bir takım dışsal şoklar nedeniyle güvenilirliğini yitiren enflasyon hedeflerinin 2008 Haziran ayında gerçekleştirilen hedef revizyonu sonrasında tekrar güvenilirlik kazandığına işaret etmektedir.

Bevilaqua ve diğerleri (2007), 2002 krizinden sonra Brezilya’da enflasyon ve enflasyon beklentilerinin birbirine yakınsama sürecini analiz etmişlerdir. Enflasyon beklentilerinin enflasyon hedeflerinden sistematik bir sapma gösterip göstermediğini (sabit terimin sıfırdan farklı olup olmadığını) ve enflasyon hedefindeki değişikliklerin beklentileri etkileyip etkilemediğini bulmayı amaçlayan yazarlar 2000:m1-2006:m8 dönemi için regresyon analizi yapmışlardır. Çalışmanın ampirik sonuçlarına göre, sabit terim pozitif ve %10 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Sabit terim pozitif ve anlamlı bulunması ilgili dönem boyunca enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefi üzerinde seyrettiği anlamına gelmektedir. Diğer taraftan, enflasyon hedefi katsayısının sıfırdan farklı birden ise farksız bulunması enflasyon hedeflerinin beklentilerin oluşumundaki

önemine işaret etmektedir. Çalışmanın devamında, 2002 krizi<sup>66</sup> örnek dönemi dışında bırakıldığında bulunan sonuçların önemli derecede farklılaşıp farklılaşmadığı da araştırılmıştır. Kriz dönemini daha yoğun içeren bir dönem için analiz tekrarlandığında sabit değerler dörtten daha büyük bir değer aldığı, kriz dönemi dışarıda bırakıldığında ise sabit terimin sıfır civarında olduğu bulunmuştur. Ayrıca, enflasyon hedefine ait katsayının değeri kriz dönemine odaklanıldıkça bir değerinden uzaklaşmakta ve istatistiksel olarak anlamsızlaşmaktadır. Buna karşılık kriz dönemi dışarıda tutulduğunda ise enflasyon hedefine ait katsayı bire oldukça yaklaşmakta ve istatistiksel olarak anlamlı olmaktadır. Regresyon sonuçları tam olarak katsayısı bire eşit olmasa da enflasyon hedeflerinin beklentileri çapalamakta oynadığı önemli rolü ortaya koymaktadır. Yazarlar, ayrıca bulunan bu sonuçların sağlamlığını test etmek için çıktı açığı, altı aylık nominal döviz kuru değişiklikleri ve on iki aylık enflasyon oranlarını da regresyona dahil etmişlerdir. Bu regresyon sonucunda, sabit terim ve çıktı açığı değişkenleri istatistiksel olarak anlamsız bulunurken diğer değişkenlerin katsayıları anlamlı bulunmuştur.

Binal Yılmaz (2012), çalışmasında Türkiye’de 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin belirleyicilerini 2002-2011 ve 2006-2011 olmak üzere iki alt dönem için Johansen ve Juselius’un eşbütünleşme tekniği ile test etmiştir. Yapılan eşbütünleşme analizi sonucunda, 2002-2011 döneminde TÜFE’nin 12 ay öncesine göre değişim değerinin 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin önemli bir belirleyicisi olmaya devam ettiği, 2006 sonrasında ise enflasyon hedeflerinin beklentiler üzerindeki etkisinin arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca, model tahmin sonuçlarına göre, 2002-2011 döneminde para politikası faiz oranında meydana gelen değişimler, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir. 2006-2011 döneminde ise ilişki beklenildiği gibi negatif yönlü bulunamamıştır. Buna karşın, döviz kurunun beklentiler üzerindeki etkisi her iki dönemde de pozitif ve anlamlı bulunmuştur ve döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi devam etmektedir. Ancak, bu etki önemsiz boyuttadır. Enflasyon hedeflerinin beklentiler üzerindeki belirleyici rolünün 2006-2011 döneminde arttığı ve enflasyon gerçekleştirmelerinin beklentiler üzerindeki belirleyici etkisinin ise 2002-2011 dönemine göre azaldığı çalışmada ulaşılan diğer sonuçlar arasındadır. Buna göre, EH enflasyon beklentilerini hedefe yakın bir seviyede çapalayabilmektedir. Haziran 2008 tarihindeki hedef revizyonunun kukla değişkenle modele dâhil edildiği çalışmada, hedef

---

<sup>66</sup> Brezilya 2002 yılında finansal bir kriz yaşamıştır.

revizyonunun enflasyon gerçekleşmeleri ve enflasyon hedeflerinin beklentiler üzerindeki etkisinde meydana getirdiği değişim önemsiz bulunmakla birlikte revizyon sonrası enflasyon hedefine ait katsayıda düşüş yaşanmıştır. Ayrıca, VECM sonuçlarına göre, açık enflasyon hedeflemesine geçilmesinden sonra enflasyon beklentilerinin yeniden dengeye gelme sürecinin uzadığı görülmüştür. Bu sonuç, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde beklentilerin hızla aşağı yönlü hareket etmesine bağlanmıştır.

Wimanda ve diğerleri (2011), 1999 yılından beri EH uygulayan Endonezya için enflasyon beklentilerinin geriye dönük bakış açısıyla mı, ileriye dönük bakış açısıyla mı yoksa bu ikisinin bir kombinasyonu şeklinde mi belirlendiğini GMM yöntemiyle 1980:m1-2008:m12 dönemi için aylık verileri kullanarak analiz etmişlerdir. Analizlerinden elde ettikleri bulgulara göre, cari dönem enflasyonu geriye dönük enflasyon beklentileri, ileriye dönük enflasyon beklentileri, çıktı açığı, döviz kurunda yaşanan değer kayıpları ve para arzı büyüme oranı tarafından belirlenmektedir. Ancak, geriye dönük enflasyon beklentileri enflasyon üzerinde ileriye dönük enflasyon beklentilerinden çok daha fazla belirleyici olmaktadır. Buna göre, Endonezya’da güçlü bir enflasyon ataleti olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Enflasyon beklentilerinin geriye dönük bakış açısıyla şekillendirilmesi Endonezya için önemli politika sonuçları içermektedir. İlk olarak geriye dönük bakış açısıyla şekillenen enflasyon beklentileri merkez bankasının kısa dönemde ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini etkileme yeteneğinin çok kısıtlı olduğu anlamına gelmektedir. Bu anlamda, düşük enflasyona dair verilen güçlü bir taahhüt ve politika şeffaflığı bileşimi enflasyonu hedeflenen düzeye çekmek için yeterli olmayacaktır. Beklenti oluşumunda geriye dönük bakış açısı ve bunun doğurduğu enflasyon ataleti enflasyon düzeyinin hedef düzeye yakınsamasının çok daha uzun bir zaman alacağını göstermektedir. Ayrıca, döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin sürdüğu ve döviz kurunda meydana gelen değer kayıplarının enflasyon üzerindeki etkisinin ılımlı ve pozitif olduğu çalışmadan elde edilen diğer sonuçlar arasındadır.

Ermişoğlu (2013), çalışmasında Türkiye’nin EH öncesi ve sonrası enflasyon performanslarını karşılaştırmıştır. Öz bağlanımlı zaman serisi modeli ile ulaşılan sonuçlara göre EH döneminde Türkiye’de enflasyon seviyesi ve oynaklığının yanı sıra enflasyon sürekliliği de azalmıştır. Ayrıca, yazara göre, bu gelişmelerin esas kaynağının enflasyonist şokların azalmış olması değildir. Enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine

olan duyarlılığının da ölçüldüğü çalışmada EH öncesi dönem olarak 2001:m8-2005:m12, EH sonrası dönem olarak ise 2006 sonrası ele alınmış ve 2 ay ve 12 ay sonrası enflasyon beklentilerinin 3, 12 ve 24 aylık enflasyon gerçekleştirmelerine olan hassasiyetleri karşılaştırılmıştır. Yapılan analizin sonuçlarına göre, 2006-2011 döneminde özellikle 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine olan duyarlılığının azalmış olduğu bulunmuştur.

Tanuwidjaja ve Choy (2006) çalışmalarında, merkez bankasının güvenilirliğinin enflasyon hedeflerine ulaşılmasında önemli olup olmadığını analiz etmişler ve buldukları sonuçlardan yola çıkarak para politikası için kurallar önermişlerdir. Beklentilerin ileriye dönük bakış açısıyla şekillendiği ve enflasyon hedeflerinin ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini etkilemesine izin verildiği küçük ölçekli bir makroekonomik model yardımıyla gerçekleştirilen analiz sonucunda fiyat istikrarının sağlanabilmesi için para politikasının güvenilirliğinin artırılmasının zorunlu olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlara göre, merkez bankasının ekonomik birimler nezdinde hiç güvenilirliğe sahip olmaması durumunda enflasyon düzeyinin hedeflenen orana yaklaştırılması oldukça uzun bir zaman almaktadır. Ayrıca, simülasyonlardan elde edilen enflasyon-çıkıtı oynaklığı değiş-tokuş ilişkisi, hem enflasyonu hem de çıkıtı açığını hedefleyen bir para politikası kuralının daha az makroekonomik oynaklığa sebep olduğuna işaret etmektedir. Endonezya'nın para politikası performansının da değerlendirildiği çalışmada, Endonezya Merkez Bankası'nın yaşanan son küresel mali kriz sırasında enflasyon oranını enflasyon hedefine yaklaştırma taahhüdünün ekonomik birimlerce güvenilir bulunmadığı ve bu nedenle ekonomik birimlerin cari ve gelecek dönem enflasyon beklentilerini geçmiş dönem gerçekleşen enflasyon oranını baz alarak şekillendirdikleri tespiti yapılmıştır.

Çiçek ve diğerleri (2011), Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyimini enflasyon beklentilerinin enflasyon hedeflerine çapalanma derecesi üzerinden değerlendirmişlerdir. Ocak 2003- Aralık 2010 döneminin analiz edildiği çalışmada 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri kullanılarak zaman içinde değişen vektör özgecikmeli model tahmin edilmiştir. Model tahminlerine göre, çapalanma Mayıs 2006'ya kadar yüksek, bu ayda yaşanan finansal istikrarsızlık nedeniyle Kasım 2008'e kadar nispeten düşük seyretmektedir. 2008 yılı Kasım ayından sonra ise çapalanma davranışı kuvvetlenmeye başlamaktadır. Ayrıca,

model tahminlerinin sonuçları ile anekdotal tarihlemeler arasındaki uyum, ekonomik birimlerin merkez bankasını büyük ölçüde izlediği yönünde yorumlanmıştır.

Kim ve Park (2006) çalışmalarında, Kore için EH öncesi ve sonrası dönemde enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyona bağımlılık derecelerini araştırmışlardır. EH öncesi olarak 1987-1996 dönemi, EH sonrası olarak ise 1999-2005 dönemi alınmıştır. Elde edilen regresyon sonuçlarına göre, enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyon oranlarındaki değişimlere duyarlılık derecesi EH öncesi dönemde çok daha fazladır. EH sonrası dönemde ise enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon arasındaki ilişki büyük ölçüde zayıflamıştır. Ayrıca, katsayılar enflasyon hedeflerinin beklentileri çapalama kuvvetinin artmış olduğuna işaret etmektedir. Ancak, yazarlar çalışmanın bulguları her ne kadar enflasyon beklentilerinin çapalanmış olduğuna işaret etse de bu sonuçların enflasyon hedeflemesinin başarısına kesin surette bir kanıt teşkil etmeyeceğini düşünmektedirler. Yazarlara göre, EH'nin uygulamaya geçirilmesi ve enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini düşürmesinde etkili olmuştur. Ancak, 1999 öncesi para politikası anonslarının neredeyse hiç dikkate alınmadığı ve para politikasına güven duyulmadığı Kore'de yeni bir para politikası sistemi olarak EH'nin uygulamaya geçirilmiş olması tek başına para otoritesinin ilan ettiği enflasyon hedeflerine dair verdiği taahhüde güvenilirlik kazandırmayacaktır. Ayrıca, izlenen genişlemeci para politikasının 2001 yılından itibaren devam ettiği göz önüne alındığında katsayıların işaret ettiği çapalanma etkisi gerçekte mevcut değildir.

Başkaya ve diğerleri (2012) çalışmalarında 12 ay ve 24 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin ilan edilen enflasyon hedeflerine, resmi enflasyon tahminlerine ve enflasyon gerçekleşmelerine olan duyarlılığını incelemişlerdir. Çalışma dönemi olarak Nisan 2006-Mayıs 2012 alınmıştır. Bulgulara göre hem 12 ay hem de 24 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine ve enflasyon hedeflerine anlamlı bir şekilde duyarlı olduğu bulunmuştur. Nisan 2006-Mayıs 2012 dönemi için elde edilen tahmin sonuçları resmi enflasyon tahminlerinin, enflasyon hedeflerinin ve enflasyon gerçekleşmelerinin enflasyon beklentilerinin önemli belirleyicileri olduğunu göstermektedir. Özellikle 24 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin enflasyonun gelecekte izleyeceği seyir hakkında merkez bankasınca gönderilen sinyallere daha duyarlı olduğu saptanmıştır. Ayrıca, enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyon oranlarına



olan duyarlılığının enflasyon seviyesine bağı olarak değişip değişmediğinin tespit edilmeye çalışıldığı çalışmada, daha yüksek enflasyon oranlarında enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine olan duyarlılığının daha fazla olduğu bulgulanmıştır. Ayrıca, 12 ve 24 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyon oranlarına olan duyarlılık derecesinin zaman içinde 2011 yılının sonlarından itibaren azaldığı bulunmuştur.

Lyziak (2013), tüketiciler, girişimciler ve finansal sektör uzmanlarına ait 2001:1q-2013:2/3q dönemini kapsayan tüketici enflasyonu beklentisi verilerini kullanarak, enflasyon beklentilerinin her üç grup için hangi özelliklere sahip olduğunu analiz etmiştir. Elde edilen bulgulara göre, Polonya’da enflasyon beklentileri, rasyonel beklentiler hipotezinin temel gerekliliklerini taşımamaktadır. Bu her üç grup için de geçerlidir. Özellikle, tüketiciler beklentilerini oluştururken daha az rasyonel davranmaktadırlar. Gruplar arasında beklentilerini oluştururken en fazla ileriye dönük bakış açısına sahip olanlar girişimcilerdir. Tüketiciler ise beklentilerini oluştururken büyük ölçüde geriye dönük bakış açısıyla hareket etmektedir. Ayrıca, Polonya Merkez Bankası’nın ilan ettiği enflasyon hedefi finansal sektör uzmanlarının beklentilerin oluşumunda güçlü bir etkiye sahipken, tüketicilerin enflasyon beklentileri üzerinde nispeten küçük bir etki meydana getirmektedir.

### **3.2.2. Gelişmiş Ekonomileri Ele Alan Ampirik Çalışmalar**

Gelişmiş ülkeler için yapılan ampirik çalışmalarda genellikle merkez bankalarının EH sonrası dönemde kazandıkları güvenilirlik sayesinde ilan ettikleri enflasyon hedefleri ile beklentileri yönlendirebildiği sonucuna ulaşılmıştır. Gelişmiş ülke ekonomilerinde enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini daha iyi çapalayabildiği ve dolayısıyla enflasyon beklentilerinin daha istikrarlı bir yapıya sahip olduğu istisnaları olsa da çoğu çalışmanın ulaştığı ortak bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. Gelişmiş ekonomiler için yapılan çalışmalarda enflasyon beklentilerinin oluşumunda geçmiş dönem enflasyon oranlarının daha sınırlı bir etkiye sahip olduğu genellikle bulgulanmış bir sonuçtur. Bunun yanında, dikkati çeken diğer bir önemli bir tespit, uzun dönem enflasyon beklentilerinin kısa dönem enflasyon beklentilerine göre makroekonomik gelişmelere daha duyarsız ve daha iyi çapalanmış olduğudur.

Levin ve diğerkleri (2004), EH'nin beklenti oluşumu ve enflasyon dinamikleri üzerinde önemli bir etki meydana getirip getirmediğini endüstriyel ülkeler bazında ve 1994:q1-2003:q2 dönemi için incelemişlerdir. Geçmiş dönem enflasyon verileri ile farklı zaman boyutlarındaki (bir, üç, beş ve altı-on yıllık enflasyon beklentileri) enflasyon beklentileri arasındaki ilişki beş endüstriyel EH ülkesi (Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere) ve EH kullanmayan yedi ülke (ABD, Japonya, Danimarka, Fransa, Almanya, İtalya ve Hollanda) için araştırılmıştır. Yazarlar, 1994'ten sonraki dönemde ABD ve Euro Bölgesi'nde özel sektöre ait uzun dönem enflasyon beklentilerinin geçmiş enflasyon oranı ile yüksek bir korelasyona sahip olduğunu; ancak bu korelasyonun Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere'de özellikle uzun dönemde büyük ölçüde kaybolduğunu bulmuşlardır. Çalışmaya göre, endüstriyel ülkelerde EH uzun dönem enflasyon beklentilerinin çapalanmasında önemli rol oynamaktadır. Enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyona olan duyarlılığını hesaplamak için yapılan havuzlanmış regresyon analizi sonucunda farklı dönemler itibari ile gerçekleşen enflasyon ve beklenen enflasyon arasındaki ilişkiler ortaya konulmuştur. Buna göre, 5 yıllık ufukta beklenen enflasyonun gerçekleşen enflasyondaki değişime verdiği tepki EH uygulamayan ülkelerde EH uygulayan ülkelere göre üç kat daha fazla bulunmuştur. Altı-on yıl arası ufukta ise EH uygulayan ülkelere tepki sifıra yakın bulunmuştur. Ayrıca, EH uygulayan merkez bankalarının gerçekleşen enflasyon ile beklenen enflasyon arasındaki bağlantıyı koparmada oldukça başarılı olduğu tespit edilmiştir. EH ülkelerinde enflasyon ataletinin daha düşük olduğu çalışmanın diğerk bulguları arasındadır.

Kuttner ve Posen (2011), çalışmalarında resmi bir enflasyon hedefine sahip olan İngiltere Merkez Bankası'nın (İMB) resmi bir enflasyon hedefi olmayan ABD Merkez Bankası Fed'den daha düşük bir esnekliğe sahip olup olmadığını 1999:m6-2011:m6 dönemi için araştırmışlardır. Analizlerinde, merkez bankalarının algılanan makroekonomik şoklara tepki verebilme esnekliğini ölçmek için enflasyon tahminlerinin yakınsama hızını kullanmışlardır. Bu kritere dayalı olarak resmi enflasyon hedefinin İMB'yi düşük enflasyon oranı konusunda daha Fed'den daha agresif olmaya zorladığı yönünde bir kanıt elde edilememiştir. Uzun dönem enflasyon beklentilerinin iyi çapalanmış olup olmadığını test etmek için uzun dönem enflasyon beklentilerini temsilen kullanılan değişkenlerin sürpriz enflasyon ve sürpriz istihdam üzerine regresyonundan elde edilen katsayıların istatistiksel olarak anlamlı oldukları bulunmuştur. Buna göre, uzun dönem enflasyon

beklentileri enflasyon ve istihdam sürprizlerine tepki vermektedir. Ancak istihdam sürprizlerinin uzun dönem enflasyon beklentileri üzerine etkisi daha küçüktür. Çalışmanın sonuçlarına göre, enflasyon beklentilerinin makroekonomik haberlere tepki verdiği tespit edilmiş; ancak sonuçların tutarsız olduğu belirtilmiş ve ABD'nin 10 yıllık TÜFE enflasyonu tahminlerinin anlamlı bir dalgalanma göstermediği gerçeğinden hareketle enflasyon beklentilerinin ABD de iyi çapalanmış olduğu sonucu çıkarılmıştır. İngiltere için ise uzun dönem enflasyon beklentilerinin ekonomik gelişmelere çok küçük tepkiler verdiği tespit edilmiştir. Buna göre, İngiltere'de enflasyon beklentilerinin iyi çapalanmıştır. Ayrıca, resmi bir enflasyon hedefi olan İngiltere ile resmi bir enflasyon hedefi olmayan ABD arasında ne para politikasının esnekliği ne de beklentilerin çapalanma derecesi açısından anlamlı bir fark bulunamamıştır.

Clark ve Davig (2008), ABD ekonomisi için enflasyon dinamiklerinin ve enflasyon beklentilerinin belirleyicilerini ve çapalanma derecesini VAR modeli kullanarak ampirik olarak test ettikleri çalışmalarında, 1982:q3-2008q2 dönemini ele almışlardır. Öncelikle, geçmiş enflasyonun hangi dinamikler tarafından belirlendiğinin analiz edildiği çalışmada enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyonun temel belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, uzun dönem enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyonu etkileme gücünün kısa dönem enflasyon beklentilerinden daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, uzun dönem enflasyon beklentilerindeki çok küçük hareketler bile enflasyon üzerinde sürekli bir baskı kaynağı oluşturabilecek niteliktedir. Çalışmanın bir diğer sonucu ise kısa ve uzun dönem enflasyon beklentileri üzerine gelen şoklardan cari enflasyon oranına doğru bir geçişkenliğin söz konusu olduğudur. Ancak, bu geçişkenlik uzun dönem enflasyon beklentilerinde daha fazladır. Dahası, para politikası faiz oranı yükseltilese bile bu durum devam etmektedir. Öncelikle enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyon üzerinde ne derece etkili olduğunun tespit edildiği çalışmada beklentilerin önemi bulgulandıktan sonra enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesi analiz edilmiştir. Bu bağlamda, VAR modeli kullanılarak enflasyon beklentilerinin geçmiş enflasyon, ekonomik konjonktür ve para politikasından etkilenme derecesi test edilmiştir. Analiz sonucunda enflasyon beklentilerinin ekonomide meydana gelen bir dizi şoka tepki verdiği bulgulanmıştır. Bununla birlikte, kısa dönem enflasyon beklentilerinin şoklara tepki derecesi uzun dönem enflasyon beklentilerinden daha fazladır. Bu sonuca göre, uzun dönem enflasyon beklentileri daha istikrarlı bir görünüm arz etmektedir.

Çalışmadan elde edilen diğer sonuçlara göre, TÜFE’de meydana gelen değişimler kısa ve uzun dönem enflasyon beklentilerini çapa derecesinin korunmasını zorlaştırmaktadır. Faiz oranlarında meydana gelen değişimler de enflasyon beklentilerini etkilemektedir. Ancak, bu etki enflasyonun beklentiler üzerinde meydana getirdiği etkiden daha ılımlıdır. Çalışmada yapılan analizler sonucu ne kısa ne de uzun dönem enflasyon beklentilerinin tam olarak çapalanmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak bulgular uzun dönem enflasyon beklentilerinin geçmiş döneme göre bir derece daha iyi çapalandığına işaret etmektedir. Yazarlar, uzun dönem enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesindeki bu artışı, kısmen uzun dönem enflasyon beklentilerinin enflasyon şoklarına daha az duyarlı hale gelmesine ancak, büyük ölçüde de enflasyon şoklarının büyüklüğünün geçmişe göre önemli derecede azalmış olmasına bağlamaktadırlar.

Gürkaynak ve diğerleri (2003), enflasyona endeksli devlet tahvili faiz oranlarını enflasyon telafi oranı olarak kullanarak gerçekleştirdikleri analizlerinde enflasyon hedeflerinin şeffaflık ile birlikte enflasyon beklentilerini iyi çapalandığını tespit etmişlerdir. Ayrıca enflasyon hedefleyici olmayan ABD’nin ve 1997 öncesi İngiltere’nin enflasyon beklentilerinin makroekonomik haberlere karşı duyarlı, yani beklentilerin iyi çapalanmamış olduğu tespit edilmiştir. Ancak İngiltere Merkez Bankası bağımsızlaştıktan sonra duyarlılık azalmıştır. Enflasyon hedefleyen İsveç’te de beklentilerin iyi çapalanmış olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesindeki bu artışın para politikasının güvenilirlik artışının bir göstergesi olduğu vurgulanmıştır.

Clark ve Nakata (2008), enflasyon ve uzun dönem enflasyon beklentilerinin davranış değişikliklerini zamana göre katsayıların değişimine izin veren VAR modeli kullanarak ABD ekonomisi için test etmişlerdir. 1970’lerden 2007’nin ortalarına kadar geçen dönemde çekirdek enflasyon ve uzun dönem enflasyon beklentilerinde meydana gelen değişikliklerin nedenlerine ulaşmak için tek ve dört değişkenli iki model oluşturulmuştur. Analizlerde zaman içinde beklentilerin enflasyon üzerindeki etkisinde, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesinde ve enflasyon ve enflasyon beklentilerine yönelik şokların boyutunda ne gibi değişikliklerin meydana geldiği araştırılmıştır. Sonuçlara göre, enflasyon ve uzun dönem enflasyon beklentilerinin dinamiklerinde ılımlı bir değişiklik meydana geldiği gözlenmiştir. Özellikle de 20 yıl ve daha öncesi dönemle karşılaştırıldığında enflasyon ve enflasyon beklentilerinin az da olsa

daha sağlam çapalandığına dair kanıtlara ulaşılmıştır. Diğer bulgulara göre, enflasyondaki beklenmeyen yükselişler daha hızlı bir şekilde ortadan kaybolmakta ve uzun dönem enflasyon beklentilerinde nispeten daha az bir yükselişe neden olmaktadır. Tek değişkenli modelin katsayıları, beklentilerin enflasyon üzerindeki etkisinin 2007'nin ikinci çeyreğinde 1970'in üçüncü çeyreğine göre hafif bir şekilde daha büyük olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca, enflasyon şoklarının standart sapması zaman içinde önemli ölçüde azalmaktadır. Buna göre, enflasyon şokları sonraki dönemde 1970'lerden 1980'lerin başına kadar olan döneme göre çok daha küçüktür. Bu nedenle, yazarlar enflasyonda son dönemlerde meydana gelen istikrarı büyük ölçüde şokların küçüklüğüne bağlamışlardır. Daha kapsamlı bir değerlendirme için analiz dört değişkenli model üzerinden devam ettirilmiştir. Modele detrend<sup>67</sup> enflasyonun yanı sıra enflasyon beklentilerindeki değişim oranı, çıktı açığı ve Federal fon oranlarının uzun dönem enflasyon beklentilerinden farkı eklenerek çözümler tekrarlanmıştır. Bu modelin sonuçlarına göre, uzun dönem enflasyon beklentilerinin enflasyon üzerindeki etkisi 1980'den 2007'ye az da olsa artış göstermiştir. Ayrıca, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin daha fazla çapalandığı hipotezini destekler nitelikte kanıtlara ulaşılmıştır.

Ueda (2010), Japonya ve ABD'de hanehalkı beklentilerinin belirleyicini özellikle de gerçekleşen enflasyon ile ilişkisini ve beklentilerin ekonomi üzerindeki etkilerini yapısal VAR modeli ile 1975:q1-2007:q4 dönemi için araştırmışlar ve her iki ülkedeki özellikleri birbiri ile karşılaştırmışlardır. Buldukları sonuçlara göre, enflasyon beklentileri dışsal fiyatlarda meydana gelen değişimlere ve para politikası şoklarına tepki vermektedir. Ayrıca, enflasyon beklentilerinin makroekonomik gelişmelere göre ayarlanma hızı gerçekleşen enflasyonun ayarlanma hızından daha fazladır. ABD ve Japonya birbiri ile karşılaştırıldığında dışsal fiyatların enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi ABD'de Japonya'ya göre hem daha büyük çaplı hem de daha uzun sürmektedir. Japonya'da ise dışsal fiyatlarda meydana gelen değişimler enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerinde yalnızca kısa dönemli bir etkiye sahip olabilmektedir. Buna göre Japonya'da enflasyon ataleti daha sınırlı kalmaktadır. ABD'de ise enflasyon ataleti daha açık bir şekilde kendini belli etmektedir. Ueda (2010)'a göre enflasyon beklentilerinin para politikası uygulamalarında kullanışlı bir değişkendir. Ancak, dışsal fiyatların gerçekleşen ve beklenen enflasyon üzerindeki etkileri geçici olduğundan, söz konusu bu etkileri

---

<sup>67</sup> Trend değerinden ayrıştırılmış enflasyon oranı.

ayarlamak ve beklenen enflasyondaki hareketlerin çıktı ve faiz oranlarındaki değişiklikler gibi iktisadi temellerden kaynaklanan kısmını ayırt etmek gerekmektedir.

Castelnuovo ve diğerleri (2003), 1990'dan sonraki dönemde uzun dönem enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesinin on beş endüstriyel ülke için kuvvetlenip kuvvetlenmediğini araştırmışlardır. 1990-2002 dönemi için gerçekleştirilen panel veri analizi sonucunda uzun dönem enflasyon beklentilerinin Japonya dışındaki ülkelerde özellikle de son on yıl içinde iyi çapalandığı bulgulanmıştır. Buna karşın, Japonya gibi açık bir enflasyon hedefi olmayan ABD'de Japonya'nın tersine enflasyon beklentilerinin iyi çapalanmış olduğuna yönelik kanıtlar elde edilmiştir. Ayrıca, enflasyon beklentilerinin oynaklığının daha düşük olması da panel veri analizinden elde edilen beklentilerin daha iyi çapalandığı sonucunu desteklemektedir. Diğer taraftan, enflasyon hedeflerinin beklentilerin çapalanmasında çok önemli bir role sahip olduğu çalışmanın diğer bulguları arasındadır. Enflasyon hedeflerinin nokta ya da bant aralığı vb. şekillerde ilan edilmesinin beklentilerinin çapalanma derecesi üzerinde herhangi bir farklılık meydana getirip getirmediğinin de test edildiği çalışmada özellikle de hedefin nokta ya da bant aralığı şeklinde ilan edilmesinin çapalanma derecesi üzerinde dikkate değer bir fark meydana getirmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Lee (1994), ekonomik birimlerin fiyatlar ve maliyet enflasyonu ile ilgili beklentilerini oluşturma sürecini, İngiltere'de imalat sektörünü kapsayan dokuz endüstri sektörünün anketlere verdikleri cevaplardan elde edilen beklenti serileri ile 1972-1989 dönemi için incelemiştir. Bulgulara göre, enflasyon beklentileri çoğunlukla rasyonel bir şekilde belirlenmektedir. Ayrıca, enflasyon beklentileri gerçekleşen enflasyon oranlarından etkilenmekte; ancak gerçekleşen enflasyon oranlarındaki değişimler enflasyon beklentilerine kısmen ve yavaş yavaş yansıtılmaktadır. Dahası, enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine verdiği tepki enflasyonun yükseliş ve düşüş dönemlerinde farklılaşmaktadır. Buna göre, enflasyon beklentileri enflasyon oranlarının yükseldiği dönemlerde çok daha hızlı bir şekilde yukarı yönlü güncellenirken, düşüş dönemlerinde ise enflasyon beklentilerinin ayarlanma hızı çok daha yavaş olmaktadır.

Johnson (2002), enflasyon hedefleyen beş ülke (Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere) ve enflasyon hedeflemeyen altı ülkede (Fransa, Almanya, İtalya,

Hollanda, Japonya, ABD) enflasyon beklentilerinin 1984-2000 dönemi için nasıl hareket ettiğini panel veri yöntemi ile analiz etmiştir. Özellikle, enflasyon hedeflerinin ilan edilmesinden sonra enflasyon beklentilerinin davranış değişikliğine uğrayıp uğramadığının incelendiği çalışmada, EH'nin enflasyon beklentileri üzerinde önemli etkiler meydana getirdiği bulgulanmıştır. Sonuçlara göre, enflasyon beklentileri enflasyon hedeflerinin ilan edilmesinden sonra seviye olarak düşmeye başlamaktadır. Buna rağmen, Johnson, enflasyon hedeflemesinin enflasyon beklentilerini çapalayabildiğini destekler nitelikte kanıtlar elde edememiştir. Ayrıca, çalışmada, enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerinin oynaklığı ve tahmin hataları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Gelos ve Iriondo (2008), çalışmalarında Uruguay'da enflasyon beklentilerinin belirleyicilerini 2004:1-2006:9 dönemini ele alarak GMM ve EKK yöntemleri ile analiz etmişlerdir. Elde edilen bulgulara göre, gerçekleşen enflasyon oranları büyük ölçüde beklenen enflasyon oranı tarafından belirlenmektedir. Geçmiş dönem enflasyon oranlarının cari dönem enflasyon gerçekleştirmeleri üzerindeki etkisi ise anlamsız bulunmuştur. Uruguay'ın gerçekleşen enflasyon oranlarının temel belirleyicisi olması nedeniyle enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesinin de analiz edildiği çalışmada, geçmiş dönem enflasyon oranlarının, döviz kurlarının, mali dengenin, para politikası değişkenlerinin ve reel ücretlerin enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre, enflasyon beklentilerinin büyük ölçüde geriye dönük bakış açısıyla şekillendiği ve bu oranının %50-60'lara ulaştığı bulgulanmıştır. Ayrıca, parasal büyüklüklerin enflasyon beklentileri üzerindeki belirleyici etkisinin esnek döviz kuru sistemine geçilmesinin ardından artış gösterdiği çalışmanın bulguları arasındadır. Bunun yanında, nominal döviz kurları da enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde etkili olmaktadır. Çalışmada ek olarak enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. 2004 sonrası veriler kullanılarak EKK yöntemi ile yürütülen analizin sonucunda enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki meydana getirdiği tespit edilmiş, geçmiş dönem enflasyon oranlarının beklentiler üzerindeki etkisi ise anlamsız bulunmuştur. Ayrıca, 2006 dönemi sonrasında enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin güçlendiği ve merkez bankasının beklentileri enflasyon hedefleri etrafında daha iyi çapaladığı bulgulanmıştır.

Johnson (1997), Kanada'da Merkez Bankası'nın güvenilirliğinin gelişimini ve enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisini 1988-1995 dönemi için incelemiştir. Çalışmada, Kanada Merkez Bankası tarafından düşük enflasyon politikası izleneceğine dair Ocak 1988'den itibaren yapılan konuşmalar, Şubat 1991 tarihinde enflasyon hedefinin ilan edilmesi ve Aralık 1993 tarihinde enflasyon hedefinin revize edilmesi örnek olaylarının enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Bulgulara göre, yalnızca 1988 de yapılan konuşmalar enflasyon beklentilerini azaltıcı yönde etki meydana getirmiştir. Bu sonuç, 1988'de ve sonrası dönemde Kanada Merkez Bankası'nın güvenilirliğinin yükseldiğine işaret etmektedir. Ayrıca, 1991'de ilk kez ilan edilen enflasyon hedeflerinin kısa dönemde enflasyon beklentileri üzerinde çok az bir etki meydana getirdiği bulgularan çalışmada, hedeflerin güvenilir bulunduğuna dair önemli kanıtlar elde edilmiştir. 1993'teki başkan değişiminin ve enflasyon hedeflerinin revizyonunun enflasyon beklentileri üzerinde nasıl bir etki meydana getirdiğinin de analiz edildiği çalışmada enflasyon beklentilerinin hedef aralığında kalmaya ve düşmeye devam ettiği bulgulanmıştır. Bu sonuca göre, enflasyon hedefleri, başkan değişimi sırasında beklentilerin kontrol altında tutulmasında ve yönlendirilmesinde başarılı bir performans sergilemiştir.

Demertzis ve diğerleri (2009), açık enflasyon hedefine sahip olan ülkelerde (Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç, İngiltere, Norveç, İsviçre, Japonya, İsrail) ve Euro alanında geçmiş enflasyon ve enflasyon beklentileri arasındaki bağıın devam edip etmediğini ve enflasyon beklentilerinin para otoritesi tarafından ilan edilen enflasyon hedeflerine çapalanıp çapalanmadığını 1999'dan sonraki dönem için VAR modeli ile analiz etmişlerdir. Çalışmada, bir bütün olarak para politikasının son 10 yıl boyunca güvenilir olduğu ve enflasyon hedeflemesinin uygulamaya geçirilmesinin pek çok ülkede önemli farklılıklar meydana getirdiği bulunmuştur. Bulgulara göre, geçmiş enflasyon ve enflasyon beklentilerinin birbirlerine bağımlılık derecesi son on yıl boyunca en alt düzeye inmiştir. Ayrıca, ilan edilen enflasyon hedefleri enflasyon beklentilerinin uygun seviyede çapalanmasına yardım etmektedir. Ancak, örnek kitlesi içinde enflasyon beklentilerinin iyi çapalanmadığı tespit edilen tek ülke Japonya olarak tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmanın sonucunda güvenilirlik ve enflasyon beklentilerinin çapalanabilme kuvvetinin sabit olmadığı zaman içerisinde elde edilen yeni verilere göre değişebileceği ifade edilmiş güvenilirliğin kazanılabileceği gibi kaybedilebilen bir olgu olduğu belirtilmiştir.



Johnson (2003), enflasyon hedefinin ilan edilmesinin benzer makroekonomik koşullar altında bile olsa enflasyon beklentilerinin düzey olarak farklılaşmasında etkili olup olmadığını araştırmıştır. Avustralya, Kanada, İsveç, Yeni Zelanda ve İngiltere için yürütülen analizde, enflasyon hedeflerinin ilan edilmesinden sonra profesyonel tahmincilerin 12 aylık enflasyon beklentileri ile resmi enflasyon beklentileri karşılaştırılmıştır. Bulgulara göre, enflasyon hedeflerinin ilan edilmesinden sonra profesyonel tahmincilerin enflasyon beklentileri İngiltere hariç diğer dört ülkede daha düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. Buna göre, enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini yönlendirebildiği ve düzey olarak düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Demertzis ve Viegı (2008), para politikasını, ekonomik birimlerin beklentilerini kendileri için ulaşılabilir olan bilgiye dayalı olarak şekillendirdikleri bir bilgi oyunu (Information Game) olarak modelledikleri çalışmalarında çok büyük şokların meydana gelmesinin beklenmediği ya da ekonomik birimlerin ulaşabileceği diğer bilgi kaynaklarının nispeten net bilgiler sunmadığı durumlarda ilan edilen sayısal enflasyon hedeflerinin beklentilerin koordinasyonunda çok etkin bir araç olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmaya göre, merkez bankasının sayısal bir enflasyon hedefini ilan etmesi, diğer şartlar sabitken, enflasyon beklentilerinin hedeflere yakın bir seviyede belirlenmesine yardım etmektedir. Bu sonucun geçerli olması için ekonomik birimlerin büyük arz şokları beklentisi içinde olmaması ve diğer bilgi kaynaklarının gelecek enflasyon oranı hakkında ekonomik birimlere açık ve net bir bilgi sağlama konusunda yetersiz olması gerekmektedir. Bu anlamda, enflasyon hedefleri zayıf kamusal bilgi kaynaklarının bir ikamesi olmaktadır. Ayrıca, beklentilerin oluşumunda enflasyon hedeflerini dikkate almaları için ekonomik birimlerin bu hedefleri güvenilir bulması da gerekmektedir. Eğer hedefler güvenilir bulunursa merkez bankasının sağladığı enflasyon hedefleri beklentiler için sağlam bir odak oluşturabilecektir.

Libich (2011) çalışmasında, oyun teorisi sistemi içerisinde çapalanma ve esneklik kanallarını modellemiş ve enflasyon hedeflemesinin arzu edilebilirliğini değerlendirmiştir. Çalışmada, uzun dönem enflasyon hedefinin ilan edilmesinin para politikasının güvenilirliği, kısa dönem esnekliği ve reel istikrar üzerinde meydana getirdiği etkiler üzerine odaklanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, sayısal bir enflasyon hedefinin resmi olarak ilan edilmesi bazı koşullar altında para politikasının esnekliğini arttırırken bazı

koşullar altında ise etkilememektedir. Ayrıca, modelde açık enflasyon hedeflerinin reel ekonomik istikrarı sağlamada para politikasının esnekliğini hiçbir koşul altında azaltmadığı tespit edilmiştir. Ulaşılan diğer sonuçlara göre, açık uzun dönem enflasyon hedefi para politikasının güvenilirliğini arttırmaktadır. Bu nedenle, enflasyon beklentileri daha iyi çapalanabilmekte ve şoklara daha az tepki vermektedir. Diğer taraftan çapalanmış enflasyon beklentileri para politikasına reel istikrarı sağlamada faiz oranlarını daha esnek kullanma imkânı vermektedir. Bu sayede ekonomide enflasyon ve çıktı oynaklıkları daha düşük düzeylerde gerçekleşmektedir.

Yukarıda verilen ampirik çalışmalar kapsadıkları dönem ve ülkeler, kullanılan metodoloji ve elde edilen sonuçları içerecek şekilde Tablo 8’de özetlenmiştir.

**Tablo 8: Ampirik Çalışmalar**

<b>Yazar(lar)</b>	<b>Dönem</b>	<b>Ülke(ler)</b>	<b>Yöntem(ler)</b>	<b>Bulgular</b>
Clark ve Davig (2008)	1982:q3-2008q2	ABD	VAR	Uzun ve kısa dönem enflasyon beklentilerinin çapalanmamış olduğu ancak uzun dönem enflasyon beklentilerinin kısa nispeten daha istikrarlı olduğu tespit edilmiştir.
Clark ve Nakata (2008)	1970-2007	ABD	VAR	Enflasyon beklentilerinin zaman içerisinde az da olsa daha iyi çapalandığı sonucuna ulaşılmıştır.
Ueda (2010)	1975:q1-2007:q4	ABD ve Japonya	Yapısal VAR	ABD’de enflasyon beklentileri Japonya’ya göre dışsal fiyatlara ve para politikası şoklarına daha geniş ve uzun süren bir tepki vermektedir. Japonya’da ise bu etki hem küçük hem de kısa ömürlüdür. Bu nedenle Japonya’da enflasyon beklentilerinin daha iyi çapalanmış olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Başkaya ve diğerleri (2012)	2006:m4-2012:m5	Türkiye	Zaman serisi	12 ve 24 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine olan duyarlılık derecelerinin zaman içinde azaldığı ve çapalanma derecesinin arttığı bulgulanmıştır. Ayrıca, yüksek enflasyon oranlarında enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyon oranlarına daha fazla tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır.
Başkaya ve diğerleri (2010)	2006:m4-2009:m10	Türkiye	Zaman Serisi	2008 Haziran hedef revizyonu sonrasında enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyona olan duyarlılık derecesinin azaldığı ve enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerindeki belirleyici etkisinin yükseldiği tespit edilmiştir.
Levin ve diğerleri (2004)	1994:q1-2003:q2	12 endüstriyel ülke	Panel Veri (POLS)	Enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyona olan duyarlılık derecelerinin EH uygulayan endüstriyel ülkelerde çok daha küçük olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca daha uzun zaman ufuklarında etkinin sifıra yaklaştığı bulgulanmıştır. EH endüstriyel ülkelerde enflasyon beklentilerinin çapalanmasında önemli bir rol oynamaktadır.
Ermışoğlu (2013)	2001-2005/2006-2011	Türkiye	Zaman Serisi	EH döneminde Türkiye’de enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine olan duyarlılık derecesinin azalmış olduğu bulgulanmıştır.

**Tablo 8: Devamı**

Demertzis ve diğerleri (2009)	1999 sonrası dönem	9 ülke ve Euro Alanı	VAR	Japonya hariç diğer bütün ülkelerde enflasyon beklentilerinin iyi çapalanmış olduğu, enflasyon gerçekleştirmeleri ile enflasyon beklentileri arasındaki korelasyonun son on yıl içinde minimum düzeye inmiş olduğu tespit edilmiştir.
Kuttner ve Posen (2011)	1999:m6-2011:m6	İngiltere ve ABD	Zaman Serisi	ABD ve İngiltere arasında enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesi ve para politikasının esnekliği açısından anlamlı bir fark bulunamamıştır.
Libich (2011:1-2)	-		Oyun Teorisi	Uzun dönem için açık sayısal bir enflasyon hedefinin ilan edilmesi para politikasının güvenilirliğini artırarak enflasyon beklentilerinin çapalanmasına yardım etmektedir. Çapalanmış enflasyon beklentileri merkez bankasına reel istikrarı sağlarken faiz oranlarının daha esnek kullanma imkânı sağlamaktadır. Buna göre, açık enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi para politikasının esnekliğini hiçbir şekilde kısıtlamamaktadır.
Cerisola ve Gelos (2009)	1999 sonrası dönem	Brezilya	Johansen Eşbütünleşme tekniği, OLS, GMM	Enflasyon hedefleri enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Para politikasının güvenilirliğinin yüksek olduğu dönemlerde enflasyon hedeflerinin beklentiler üzerindeki belirleyici rolü de yükselmektedir. Çalışmada özellikle 2004 yılı sonrasında enflasyon beklentilerinin daha az geriye dönük bakış açısıyla şekillendiği ve daha iyi çapalandığı bulunmuştur.
Bevilaqua ve diğerleri (2007)	2000:m1-2006:m8	Brezilya	Zaman Serisi	Analiz döneminde enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerinin oluşumunda önemli bir role sahip olduğu bulunmuştur. Analiz, kriz dönemi dışarıda bırakılarak tekrarlandığında enflasyon hedefine ait katsayının büyüdüğü, kriz dönemi için tekrarlandığında ise enflasyon hedefine ait katsayının küçüldüğü ve istatistiksel olarak anlamsızlaştığı bulunmuştur.

**Tablo 8: Devamı**

Wimanda ve diğerleri (2011)	1980:1-2008:12	Endonezya	GMM	Cari dönem enflasyon oranı büyük ölçüde geriye dönük enflasyon beklentileri tarafından belirlenmektedir ve ülkede güçlü bir enflasyon ataleti söz konusudur. Beklenti oluşumunda geriye dönük bakış açısının hakim olması merkez bankasının kısa dönemde beklentileri yönlendirme yeteneğini büyük ölçüde kısıtlamaktadır. Döviz kurunda meydana gelen değer kayıpları enflasyonu ılımlı düzeyde arttırmaktadır.
Tanuwidjaja ve Choy (2006)	-	Endonezya	Küçük ölçekli makroekonomik model	Fiyat istikrarının sağlanması için para politikasının güvenilirliğinin artırılması gerektiği tespit edilmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre güvenilirlik olmadığında beklentiler geçmiş dönem enflasyon oranına göre şekillenmekte, hedeflerin beklentileri yönlendirme gücü ortadan kalkmaktadır. Bunun sonucu olarak, gerçekleşen enflasyon oranlarının hedeflere yakınsaması oldukça uzun bir zaman almaktadır.
Lyziak (2013)	2001:q1-2013:q2/3	Polonya	Zaman serisi	Tüketiciler, girişimciler ve finansal sektör uzmanlar arasında beklentilerinin özelliklerinin karşılaştırıldığı çalışmada, beklentilerini en rasyonel şekilde oluşturan grubun finansal sektör uzmanları olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, Polonya merkez bankasının ilan ettiği enflasyon hedeflerinin finansal sektör uzmanlarının beklentilerini çapalama gücü yüksekken, tüketici beklentilerini çapalama gücü ise zayıf bulunmuştur.
Kim ve Park (2006)	1987-1996/1999-2005	Kore	Zaman Serisi	Kore'nin EH öncesi ve sonrası dönemde enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyon oranına bağımlılık derecelerinin karşılaştırıldığı çalışmada, EH sonrası dönemde gerçekleşen enflasyon oranlarının beklentiler üzerindeki belirleyici özelliğinin zayıfladığı yönünde kanıtlara ulaşılmıştır. Ancak, uygulana para politikasının güvenilirlik yönünden eksik olduğu ve genişlemeci para politikasının 2001 yılından beri devam ettiği göz önüne alınarak katsayıların işaret ettiği çapalanma etkisinin gerçekte olmadığı ifade edilmiştir.

**Tablo 8: Devamı**

Castelnuovo ve diğerleri (2003)	1990-2002	15 ülke	Panel veri analizi	1990 sonrası dönemde enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesinin artıp artmadığının tespit edildiği çalışmada, enflasyon beklentilerinin Japonya dışındaki ülkelerde özellikle de son on yılda daha iyi çapalandığı bulgulanmıştır. Ayrıca bulgulara göre hedefin nokta ya da bant aralığı şeklinde ilan edilmesi çapalanma derecesi üzerinde anlamlı bir farklılık meydana getirmemektedir.
Lee (1994)	1972-1989	İngiltere	Panel Veri (POLS)	Beklentilerin oluşturulma sürecinin incelendiği çalışmada, beklentilerin çoğunlukla rasyonel bir şekilde belirlendiği tespit edilmiştir. Ayrıca, gerçekleşen enflasyon oranlarındaki değişimler beklentilere kısmen ve yavaş yavaş yansıtılmaktadır. Diğer taraftan, beklentilerin enflasyon gerçekleştirmelerine olan duyarlılık derecesi enflasyonun yükseliş ve düşüş dönemlerinde farklılaşmaktadır. Buna göre, enflasyonun düştüğü dönemlerde beklentiler daha yavaş ayarlanırken, yükseldiği dönemlerde hızla yukarı yönlü güncellenmektedir.
Johnson (2002)	1984-2000	11 Ülke	Panel Veri	Enflasyon hedeflemesinin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin analiz edildiği çalışmada enflasyon hedeflerinin ilan edilmesinin ardından enflasyon beklentilerinin seviye olarak düştüğü bulgulanmıştır. Buna rağmen enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini çapalayabildiği yönünde bir kanıt elde edilememiştir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesinin beklenti oynaklığı ve tahmin hataları üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir.
Gelos ve Iriundo (2008)	2004:1-2006:9	Uruguay	GMM ve EKK	Enflasyon beklentilerinin temel belirleyicilerinin analiz edildiği çalışmada, geçmiş dönem enflasyon oranlarının beklentilerin en önemli belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Enflasyon hedeflerinin ise beklentiler üzerinde anlamlı bir etki meydana getirdiği bulgulanmış ancak, bu etkinin 2006 yılında artış gösterdiği bulgulanmıştır. Bu sonuca göre 2006 yılında enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini çapalama kuvveti yükselmiştir.

**Tablo 8: Devamı**

Johnson (1997)	1988-1995	Kanada	Zaman Serisi (EKK)	Merkez bankasının güvenilirliğinin ve enflasyon beklentilerinin etkilenme derecesinin analiz edildiği çalışmada 1988 sonra Kanada Merkez Bankası'nın güvenilirliğinin yükseldiği tespit edilmiştir. İlan edilen enflasyon hedeflerinin kısa dönem enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin oldukça sınırlı olduğu bulunmuştur. Buna rağmen, enflasyon hedefleri başkan değişimi sırasında beklentilerin çapalanmasında başarılı bir performans sergilemiştir.
Johnson (2003)	1984-1998	5 Ülke	EKK	Enflasyon hedeflerinin ilan edilmesinin aynı makroekonomik koşullara sahip ekonomilerde beklentilerin düzeyinde herhangi bir farklılaşmaya sebep olup olmadığının araştırıldığı çalışmada hedeflerin ilanından sonra beklentilerin düzey olarak azaldığı ve enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde önemli bir role sahip olduğu bulgulanmıştır.
Demertzis ve Veigi (2008)	-	-	Bilgi Oyunu (Değişken-Evren Metodolojisi)	Para politikasının bilgi tabanlı bir oyun olarak modellendiği çalışmada büyük arz şoku beklentisinin olmadığı ve diğer ulaşılabilir bilgi kaynaklarının gelecek enflasyon oranı hakkında net bilgi sunmadığı şartları altında enflasyon hedeflerinin ekonomik birimlerin beklentilerinin belirlenmesinde ve koordinasyonunda çok etkin bir araç olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerindeki bu etkisi hedeflerin güvenilirliğine bağlıdır.
Binal Yılmaz (2012)	2002-2011/2006-2011	Türkiye	Eşbütünleşme Analizi	Çalışmada, 2002-2011 döneminde enflasyon gerçekleştirmelerinin enflasyon beklentilerinin en önemli belirleyicisi olduğu, ancak 2006 sonrası enflasyon hedeflerinin beklentiler üzerindeki belirleyici etkisinin arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca, çalışmada para politikası faiz oranının beklentiler üzerindeki etkisinin 2002-2011 döneminde anlamsız, 2006-2011 döneminde ise anlamlı fakat pozitif olduğu bulgulanmıştır. Diğer taraftan, döviz kuru enflasyon beklentilerinin belirleyicileri arasındadır.

**Tablo 8: Devamı**

Çiçek ve diğerleri (2011)	Ocak 2003- Aralık 2010	Türkiye	Vektör Özgecikmeli Model	Enflasyon beklentilerinin çapalama davranışının analiz edildiği çalışmada, çapalanmanın Mayıs 2006'ya kadar yüksek bu tarihten sonra yaşanan istikrarsızlıklar nedeniyle Kasım 2008'e kadar düşük seyrettiği bulgulanmıştır. Bu tarihten sonra ise çapalanma davranışı tekrar güç kazanmaya başlamaktadır.
---------------------------	------------------------	---------	--------------------------	--



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ENFLASYON BEKLENTİLERİNİ ÇAPALAMA ETKİSİ: KIRILGAN EKONOMİLER İÇİN DİNAMİK PANELYÖNTEMİ İLE BİR ANALİZ

1970'lerin ikinci yarısından itibaren önemli derecede yükselen enflasyon beklentileri, 2001-2007 yılları arasında büyük ölçüde değişmeden kalmıştır. Bu dönemde, enflasyon beklentilerinin sergilediği istikrar enflasyon beklentilerinin daha iyi bir şekilde çapalanıp çapalanmadığını merak konusu haline getirmiştir (Clark ve Nakata, 2008: 17-18). Literatürde EH sonrası dönemde enflasyon beklentilerinin daha iyi çapalanmış olduğuna işaret eden kanıtlar mevcuttur. Bu çalışmada ise, EH'nin makroekonomik kriz dönemlerinde enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesini koruyup koruyamadığı dolayısıyla iyi çapalanmış enflasyon beklentileri sayesinde krize yönelik tedbirler uygulanırken para politikasına esnek hareket edebilme yeteneği kazandırıp kazandıramadığını sorgulanacaktır.

Analizde enflasyon beklentilerinin geçmiş dönem enflasyon oranlarına ve enflasyon şoklarına duyarlılık derecesi, enflasyon hedeflerinden ne ölçüde etkilendiği, para politikasında meydana gelen değişikliklere nasıl tepki gösterdiği ve döviz kuru değişimlerine göre uyarlanıp uyarlanmadığı 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri altında karşılaştırılacaktır. Buna göre enflasyon oranları, enflasyon hedefleri, enflasyon sürprizleri, para politikası faiz oranları ve döviz kurunun enflasyon beklentileri üzerinde meydana getirdikleri etkinin dönemler itibari ile değişip değişmediğine bakılarak makroekonomik çalkantı dönemlerinde EH'nin para politikasının güvenilirliğini koruyup koruyamadığı ve enflasyon beklentilerini çapalamada başarı gösterip gösteremediği değerlendirilmeye çalışılacaktır.

#### 4.1. Örnek Kitle: Kırılgan Ekonomiler

Bu çalışmada, EH'nin küresel mali kriz öncesi ve sonrası dönem enflasyon beklentilerini çapalama performansının karşılaştırılması için referans alınan ülkeler son dönemde "kırılgan ekonomiler" olarak adlandırılan ülke grubundan seçilmiştir<sup>68</sup>. Böyle bir seçim yapılmasının nedeni bu ülke grubunda yer alan ve enflasyon hedefleyen ülkelerin ekonomik ve sosyal bakımdan birbirine oldukça benzer bir yapı sergilemeleridir. TCMB de bu benzerlikten yola çıkarak Brezilya ve Meksika gibi ülkelerin deneyimlerini EH'ye geçiş döneminde yol gösterici olarak benimsemiştir<sup>69</sup>.

"Kırılgan Ekonomiler" kavramı, Fed'in 22 Mayıs 2013 tarihinde tahvil alımlarını azaltmaya başlayacağını duyuran basın açıklamasının ardından ortaya çıkmıştır<sup>70</sup>. Fed'in bu açıklamasından sonra pek çok gelişmekte olan ülke parası hızlı değer kayıplarına uğramıştır. Ancak, en fazla değer kaybı kırılgan ekonomiler olarak adlandırılan ülke grubunda yaşanmıştır. Kırılgan ekonomiler grubu içinde başlangıçta beş ülkenin ismi anılırken (Brezilya, Hindistan, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika) daha sonra Şili de bu gruba katılmış ve başka ülkelerinde eklenmesiyle bu sayı zaman zaman on ikiye kadar çıkmıştır. Bu ülkelerin aynı kategori içerisinde değerlendirilmelerinde başı çeken faktörler olarak yüksek enflasyon oranları, yüksek cari açık ve düşük büyüme performansları sıralanabilir. Bu ülkelerin diğer bir ortak noktası ise, genellikle enflasyon oranlarının enflasyon hedeflerinin üzerinde gerçekleşmesidir. Ekonomik yapı benzerliklerinin yanı sıra bu ülkelerin hepsini yerel ya da genel seçimler beklemektedir<sup>71</sup>. Beklenen seçimler nedeniyle kırılgan ekonomiler grubunda hakim olan siyasal belirsizlikler risklerin de artmasına neden olmaktadır<sup>72</sup>.

Enflasyon hedefleyen kırılgan ekonomiler arasından 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi serisini düzenli olarak yayınlayan Türkiye, Brezilya ve Şili bu çalışmanın örnek

---

<sup>68</sup> Fed'in Şubat 2014 para politikası raporunda cari denge, döviz rezervlerinin milli gelire oranı, faiz, kur, enflasyon oranları dikkate alınarak bir kırılganlık endeksi oluşturulmuştur. Bu endeks 15 gelişmekte olan ülkeye uygulanmıştır. Bunun sonucunda en kırılgan ülkenin Türkiye olduğu, Brezilya ve Hindistan'ın Türkiye'yi izlediği tespit edilmiştir. Bkz. Federal Reserve Bank, 2014.

<sup>69</sup> TCMB, 8 Ağustos 2001, Basın Duyurusu, <http://www.tcmb.gov.tr>.

<sup>70</sup> Kırılgan beşli gruplandırması ilk olarak Morgan Stanley'in Ağustos ayı ekonomi raporunda ortaya atılmıştır. Rapor için bkz. <http://www.morganstanleyfa.com/public/projectfiles/dce4d168-15f9-4245-9605-e37e2caf114c.pdf>.

<sup>71</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz <http://www.focus-economics.com/en/economy>; <http://www.mahfiegilmez.com/>

<sup>72</sup> Bu şekilde yükselen politik risk fiyatlandırma davranışlarına yansıtılmaya çalışılmaktadır (Özsoy, 2014).

kitlesini oluşturmaktadır. Kırılgan ekonomiler grubunun daimi bir üyesi gibi olan ve EH uygulayan Endonezya ve Güney Afrika'ya ait 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi serisine istenilen dönem aralıkları itibari ile ulaşamadığından<sup>73</sup> analize dahil edilememişlerdir.

#### 4.1.1. Türkiye Ekonomisine Genel Bir Bakış

TCMB, 1995-1999 yılları arasında döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmayı ve döviz piyasalarındaki spekülasyon hareketleri önlemeyi amaçlayarak finansal piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelik politikalar izlemiştir. Bu dönemdeki dışsal şokların etkisiyle ekonomik durumun daha da ağırlaşması üzerine 2000 yılında döviz kuruna dayalı yeni bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. Ancak, ekonomik programın öngördüğü yapısal değişimin istenilen düzeyde gerçekleştirilememesi nedeniyle 2000 yılının sonlarında ekonomide bir güven kaybı başlamıştır. Güven kaybının derinleşmesi ile ortaya çıkan “2001 Krizi” neticesinde döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilmiştir (TCMB, 2008: 11).

**Tablo 9: TCMB Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşme Oranları**

Yıllar	Enflasyon Hedefi	Gerçekleşme
2002	35	29.7
2003	20	18.4
2004	12	9.3
2005	8	7.7
2006	5	9.7
2007	4	8.4
2008	4	10.1
2009	7.5	6.5
2010	6.5	6.4
2011	5.5	10.4
2012	5	6.2
2013	5	7.4
2014	5	-

**Kaynak:** TCMB, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

2001 yılı Türkiye’de enflasyon ile mücadelede bir dönüm noktası olmuştur. 25 Nisan 2001 tarihinde Merkez Bankası Kanunu’nda bir değişiklik yapılarak bankanın temel

<sup>73</sup> Endonezya Merkez Bankası altı ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini düzenli olarak yayınlamaktadır.

amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğu yasada açıkça tanımlanmıştır. Fiyat istikrarı amacına ulaşmak amacı doğrultusunda TCMB 2002 yılında EH'yi örtük bir şekilde uygulamaya başlamış ve bu süreçte Ocak 2006 tarihinde geçeceği açık EH için ön şartları yerine getirmeye çalışmıştır. 2002 yılından 2006 yılına kadar geçen sürede enflasyon oranlarında önemli düşüşler sağlanmış ve enflasyon gerçekleştirmeleri enflasyon hedeflerinin oldukça altında kalmıştır. Ayrıca, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon beklentilerinde de önemli düşüşler kaydedilmiştir. Ancak, bu dönemde enflasyon beklentileri enflasyon hedeflerinin ve gerçekleşme oranlarının oldukça üzerinde belirlenmeye devam etmiştir.

2002-2005 yılları arasında ekonomik birimler enflasyon beklentilerini oluştururken büyük ölçüde enflasyon hedeflerini referans almışlardır. Bu dönemde enflasyon hedeflemesinin başarısında büyük ölçüde, enflasyon beklentileri oluşturulurken ilan edilen enflasyon hedeflerine bağlı kalınması etkili olmuştur. Ancak, 2006 yılı ortalarından itibaren arz şoklarının<sup>74</sup> olağan dışı boyutlara ulaşması, enflasyon hedeflerinin belirgin bir şekilde aşılmasına yol açmıştır. Her ne kadar para politikasının etki alanı dışındaki faktörlerden kaynaklanmış olsa da yaşanan bu gelişmeler 2008 yılına gelindiğinde ilan edilen enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa olma özelliklerinin zayıflamasına neden olmuştur. 2008 yılının ortalarında, şokların etkilerinin daha uzun bir müddet devam edeceğine ilişkin algılamalar kuvvetlenmiş ve enflasyon görünümüne ilişkin risklerin süreceğinin öngörülmesi ile birlikte yüzde 4 hedefine ulaşmanın daha uzun bir zaman alacağı anlaşılmıştır. Bu nedenle, enflasyon hedefleri 2009 yılı sonu için yüzde 7,5 ve 2010 yılı sonu için yüzde 6,5 olarak güncellenmiştir. 3 Haziran 2008 tarihinde açık mektup yayımlanarak hedef revizyonunun duyurulması ile enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa olma özelliğinin kuvvetlendirilmesi amaçlanmıştır<sup>75</sup>.

Türkiye, dünyada önemli bir ekonomik potansiyele sahiptir. Ancak iktisadi yapıdaki zayıflıklar kırılganlıkları arttırmaktadır (Oktar ve Dalyancı, 2010: 18). Öncelikle, Türkiye tüketim odaklı bir ülkedir. Bu yüzden, benzer tüm ekonomiler gibi cari açığa karşı kırılgan bir yapı sergilemektedir. Yaşanan finansman sıkıntıları nedeniyle cari açığın

---

<sup>74</sup> Söz konusu arz şokları, yükselen ham petrol fiyatları, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar ve altın fiyatlarındaki hızlı yükselişler olarak sıralanabilir (TCMB, 2007).

<sup>75</sup> Hedef revizyonuna ilişkin açık mektup için bkz <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/DUYU2008-24.pdf>.

doğrudan yabancı yatırımlar yerine kısa vadeli yabancı yatırımlarla finanse edilmesi bu kırılmalığı daha da arttırmaktadır. Bunun yanında 30 Mart 2014 tarihinde yapılan yerel seçimler öncesi ortaya çıkan siyasi istikrarsızlık, 2013 Haziran ayında başlayan Gezi Parkı olayları ve 17 Aralık'ta yaşanan yolsuzluk operasyonu gibi gelişmeler, Türkiye'nin kırılmalığını en üst düzeylere taşımıştır. Böylelikle, Türkiye'de 2008 sonrası dönem, ekonomik çalkantıların yanı sıra siyasi ve sosyal istikrarsızlıkların da hüküm sürdüğü bir dönem olmuştur.

#### **4.1.2. Brezilya Ekonomisine Genel Bir Bakış**

Brezilya, Haziran 1999 tarihinde EH uygulamaya başladıktan sonra, para politikasının esas amacının Ulusal Para Kurulu (National Monetary Council) tarafından belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşmak olduğu açık bir şekilde tanımlanmıştır. Ayrıca, Brezilya'nın EH uygulamasında belirlenen enflasyon hedeflerinin aşılması durumunda merkez bankası başkanının maliye bakanlığına hedefin aşılmasında rol oynayan faktörleri, tekrar hedefe dönülebilmesi için ne gibi önlemlerin alınacağını ve alınan önlemlerin etkilerinin ne zaman ortaya çıkacağını belirten açık bir mektup göndermesi şartı getirilmiştir (<https://www.bcb.gov.br>).

Brezilya'da EH'nin başlangıç döneminde ilan edilen enflasyon hedefleri ekonomik birimlere enflasyon beklentilerini oluştururken yol gösterici olmuş ve enflasyon beklentileri aşamalı olarak düşürülen enflasyon hedeflerine önemli derecede yakınsama göstermiştir. Ancak, daha EH'nin ilk yıllarında Brezilya ekonomisi ciddi şokların etkisi altında kalmıştır. 2002 yılında yaşanan bir güven krizinin ardından beklentiler enflasyon hedeflerinden önemli ölçüde sapmalar göstermeye başlamıştır. Bu gelişmeler neticesinde Brezilya Merkez Bankası (BMB) enflasyon hedeflerini revize etmek zorunda kalmıştır. BMB, 21 Ocak 2003 tarihinde yayımladığı bir açık mektup ile enflasyon hedeflerini 2003 yılı için % 8.5, 2004 yılı için ise % 5.5 olarak revize ettiğini duyurmuştur (Tablo 10). Bu revizyon ile ilan edilen enflasyon hedeflerine yeniden güvenilirlik kazandırılması ve hedeflerin enflasyon beklentileri üzerindeki belirleyici ve yönlendirici gücünün artırılması amaçlanmıştır.

Diğer taraftan, BRICS<sup>76</sup> grubunun üyesi ve Latin Amerika'nın en büyük ekonomisi olan Brezilya, cari açığı giderek kötüleşen bir ülkedir. Cari açığıdaki olumsuz gelişmelerin pek çok ekonomist tarafından kriz sinyali olarak yorumlandığı Brezilya ekonomisi, yüksek bütçe açıkları, hedefin üzerinde seyreden enflasyon oranları ve değer kaybeden para birimi ile oldukça kırılgan bir yapıya sahiptir. Ulusal para birimi Real'deki düşüş ve enflasyonla başa çıkmaya çalışan BMB, son 9 toplantısında faizleri toplamda 325 baz puan arttırarak kırılgan ekonomiler içerisinde en fazla faiz artırımına giden ülke olmuştur<sup>77</sup>. Bunların yanı sıra, Ekim 2014'te yapılacak genel seçimler ülkedeki siyasi riski arttırmaktadır.

**Tablo 10: BMB Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşme Oranları**

Yıllar	Enflasyon Hedefi	Gerçekleşme
1999	8	8.94
2000	6	5.97
2001	4	7.67
2002	3.5	12.53
2003	3.25/8.5*	9.30
2004	3.75/5.5*	7.60
2005	4.5	5.69
2006	4.5	3.14
2007	4.5	4.46
2008	4.5	5.90
2009	4.5	4.31
2010	4.5	5.91
2011	4.5	6.50
2012	4.5	5.84
2013	4.5	5.91
2014	4.5	-

**Kaynak:** BMB, [www.bcb.gov.tr](http://www.bcb.gov.tr)

#### 4.1.3. Şili Ekonomisine Genel Bir Bakış

Şili, Eylül 1999 tarihinde açık enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlamıştır. Şili Merkez Bankası (ŞMB), 1999 yılında enflasyon hedefini bant aralığı şeklinde ilan etse de %3' ün orta nokta enflasyon hedefi olduğunu sık sık vurgulamıştır. ŞMB'nin güncel enflasyon hedefi hala %3 olarak korunmaktadır.

<sup>76</sup> BRICS, Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika Cumhuriyeti ülkelerinden oluşmaktadır.

<sup>77</sup> 2 Nisan 2014 tarihindeki son toplantıda 25 baz puanlık faiz artırımıyla BMB'nin para politikası faiz oranı %11 olarak belirlenmiştir (<https://www.bcb.gov.br>).

2003 yılına kadar başarılı bir performans gösteren ŞMB, 2003'ün sonu ve 2004'ün başlarında ciddi bir güvenilirlik problemi ile karşı karşıya kalmıştır. Perakende piyasasında rekabetin ciddi biçimde artması sonucu ciddi bir düşük enflasyon döngüsü yaşanmış ve enflasyon beklentileri önemli oranda enflasyon hedefinin altına inmiştir. Bu gelişme %3 merkezli enflasyon hedefinin %2 ya da %1 merkezli olarak revize edilmesi gerektiğine yönelik tartışmaların başlamasına neden olmuştur. Düşük enflasyon beklentileri, istihdam ve üretim açısından çok maliyetli sonuçlar doğurabilecek olan uzun vadeli düşük enflasyon (durgunluk) riskini beraberinde getirdiğinden bu durum ŞMB tarafından tehlike olarak algılanmış ve faiz oranları art arda iki kez 50 baz puan düşürülmüştür. Ekonomik yavaşlamaya dair çok belirgin bir işaret olmamasına rağmen enflasyon beklentisi davranışları endişe verici bulunduğundan, ŞMB cesur bir politika adımı atmış, Türkiye ve Brezilya gibi hedefi revize etmektense savunmaya karar vermiştir (Central Bank of Chile, 2007; <http://www.bcentral.cl/>; Valdés, 2007: 18).

**Tablo 11: ŞMB Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşme Oranları**

Yıllar	Enflasyon Hedefi	Gerçekleşme
1999	4% - 5%	3.3
2000	3.5% - 5.5%	3.8
2001	2% - 4%	3.6
2002	3% - 5%	2.5
2003	3% - 5%	2.8
2004	3% - 5%	1.1
2005	2% - 4%	3.1
2006	%3	3.4
2007	%3	4.4
2008	%3	8.7
2009	%3	0.4
2010	%3	1.4
2011	%3	3.3
2012	%3	3.0
2013	%3	1.8
2014	%3	

**Kaynak:** ŞMB, [http://www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl/)

2007'nin başlarına gelindiğinde ise ŞMB, para politikası sistemini daha şeffaf hale getirmek için bir takım düzenlemeler getirmiş, aynı zamanda hedef tanımında ve politika ufkunda bir takım değişiklikler gerçekleştirmiştir. Enflasyon hedefi, yıllık TÜFE değişim

oranının %3 düzeyine yakın tutulması şeklinde yeniden tanımlanarak % 3 hedefinin nominal çapa olma özelliği kuvvetlendirilmiştir. Ayrıca, %3'ün, iki yıllık orta vade boyunca sürekli olarak ulaşılması gereken bir hedef olduğu vurgulanmıştır. Buna ek olarak, 12-24 ay olarak belirlenen politika ufku “yaklaşık iki yıl” şeklinde değiştirilerek politika ufkuna bir derece esneklik kazandırılmaya çalışılmıştır (<http://www.bcentral.cl/>; Cental Bank of Chile, 2007).

Türkiye ve Brezilya'dan farklı olarak, Şili'de enflasyon oranları 2009'dan itibaren enflasyon hedeflerinin altında seyretmektedir. Fiyatlardaki bu düşüş, gelecek yıllarda Şili'nin ekonomik büyümesini yavaşlatma riski taşımaktadır. Ayrıca, enflasyon beklentilerinin aşağı yönlü revize edilmesi korkusu ülkeyi bir durgunluk korkusuna sürüklemektedir. Bu nedenle, Şili negatif ekonomik şoklara karşı önlemler almaya ve genişletici mali politikalar için kapasitesini arttırmaya çalışmaktadır.

#### **4.2. Araştırmanın Amacı**

Çoğu ekonomiste göre, EH esnek bir para politikası sistemidir ve esnekliğinin kaynağını enflasyon beklentilerini sağlam bir şekilde çapalayabilme kuvvetinden almaktadır. Buna göre, güvenilir bir para politikası sistemi altında referans bir enflasyon oranına (enflasyon hedeflerine) çapalanan beklentiler, kısa dönemde makroekonomik gelişmelere göre uyarlanmayacak ve para politikası kısa dönemli reel istikrar amacına yönelik olarak uygulansa bile yukarı yönlü revize edilmeyecektir.

Enflasyon beklentilerinin ekonomik birimlerce yukarı yönlü revize edilmemesi önemlidir. Çünkü ekonomik birimler geleceğe yönelik fiyatlama davranışlarını belirlerken geleceğe yönelik enflasyon beklentilerine göre de hareket etmektedir. Bu, kendi kendini besleyen bir enflasyon sürecine yol açmaktadır. Bu nedenle, enflasyon beklentilerinin makroekonomik gelişmeler ile bağının zayıflatılması, enflasyonda kendi kendini besleyen sürecin kırılması anlamına gelmektedir. Beklentilerin makroekonomik gelişmelere duyarlılığının azaltılarak çapalanabilmesi ile para politikası kısa dönemde reel istikrar amacına yönelik olarak uygulanırken merkez bankasına da esnek hareket edebileceği bir alan sağlamaktadır. Diğer taraftan da bir takım eleştirilere göre, EH'nin başarısının büyük bir bölümü, stratejinin kendisine değil istikrarlı makroekonomik ortama atfedilmelidir. Bu



eleştiriye göre, EH makroekonomik istikrarsızlık dönemlerinde sahip olduğu avantajların pek çoğunu kaybedecektir.

Bununla ilgili olarak, bu çalışmada makroekonomik çalkantı dönemlerinde kırılan ekonomilerde EH sisteminin enflasyon beklentilerini sağlam bir şekilde çapalamada başarılı bir performans sergileyip sergilemediği tespit edilmeye çalışılacaktır. Enflasyon beklentileri makroekonomik gelişmelere daha az duyarlı hale geldiğinde daha iyi çapalanmış sayılmaktadırlar. Ayrıca, bazı yazarlara göre, enflasyon gerçekleştirmeleri ve enflasyon beklentileri arasındaki ilişki ekonomi önemli bir şoka maruz kaldıktan sonra daha iyi gözlemlenebilmektedir<sup>78</sup>. Bu amaçla, çalışmada makroekonomik belirsizliğin nispeten az olduğu 2002:1-2008:1 dönemi kriz öncesi dönem, 2008:10-2014 dönemi ise kriz dönemi olarak belirlenmiştir. 15 Eylül 2008'in Fed'in ABD'nin yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflasına izin verdiği ve krizin etkilerinin derinleşmeye başladığı tarih olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle, krizin enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesi üzerindeki etkilerinin bu tarihten sonra farklılaşacağı beklentisi ile 2008 yılı Eylül ayı analiz dışında bırakılmıştır.

2008:10-2014:1 dönemi makroekonomik açıdan oldukça istikrarsız bir dönem olması nedeniyle kriz dönemi olarak belirlenmiştir. Buna göre, bu dönemde;

- 2007'nin Ağustos ayında ABD'de başlayan ancak, 15 Eylül 2008 tarihinde Fed'in yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflasına izin vermesinden sonra zirve yapan Küresel Mali Kriz yaşanmıştır.
- Fed'in Küresel Mali Krizin etkilerini telafi etmek amacıyla uygulamakta olduğu miktar genişlemesinden (Quantitative Easing) çıkışı başlatacağını Mayıs 2013 tarihinde piyasalara duyurmasıyla birlikte pek çok gelişmekte olan ülkede döviz kurları yükselmeye başlamış, ulusal ülke paralarında önemli değer kayıpları yaşanmıştır.
- Ayrıca, Fed'in parasal genişlemeden çıkış sinyalini verdiği Mayıs 2013 tarihi döviz kurlarının yükselmesine neden olarak, enflasyon üzerinde bir döviz kuru

---

<sup>78</sup> Bkz. Levin ve diğerleri, 2004:3.

baskısı oluşturmuştur. Bu tarihten sonra gelişmekte olan ülkeler, parasal sıkılaştırmaya giderek para politikası faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmişlerdir.

Bu araştırmanın amacı, kırılgan ekonomilerde kriz döneminde enflasyon beklentileri ile enflasyon gerçekleştirmeleri, enflasyon şokları, enflasyon hedefleri, para politikası faiz oranı ve döviz kurları arasındaki ilişkinin nasıl değiştiği araştırmak ve elde edilen bulgulara göre, EH'nin başarısını enflasyon beklentilerini çapalayabilme performansı üzerinden değerlendirerek, para politikasına esneklik kazandırıp kazandırmadığı konusunda politika çıkarımlarında bulunabilmektir. Bu kapsamda, öncelikle enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesinin bir göstergesi olarak kabul edilen enflasyon beklentilerinin dağılımı grafiksel yöntemle incelenmiş, daha sonra ise enflasyon beklentileri ile enflasyon gerçekleştirmeleri, enflasyon hedefleri, sürpriz enflasyon, para politikası faiz oranı ve döviz kuru arasındaki ilişkiler dinamik ve statik panel yöntemleriyle analiz edilmiştir.

### **4.3. Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı**

Enflasyon beklentileri, merkez bankasının zamanın belli bir noktasında ekonomik aktörler nezdinde sahip olduğu güvenilirliği değerlendirmesine imkan vermektedir. Nihayetinde, enflasyon hedefinin enflasyon beklentileri için nominal çapa olma özelliği merkez bankasının uyguladığı para politikasına olan güvene dayanmaktadır. Enflasyon hedeflerinin nominal çapa olma özelliği, gerçekleşen enflasyon ilan edilen enflasyon hedefinden saptığında merkez bankasının mutlaka enflasyonu hedefe geri döndürecek önlemler alacağına dair kamusal bir güvenin varlığı durumunda söz konusu olacak, aksi takdirde ise enflasyon hedefleri nominal çapa olma özelliğine sahip olamayacaklardır. Enflasyon hedeflerine çapa olma özelliğini sağlayan unsurun bu güven olduğu göz önünde tutulduğunda enflasyon beklentilerinin bir güven göstergesi şeklinde değerlendirilmesi EH rejiminde gerçekçi bir yaklaşımdır (Valdés, 2007: 18).

Rasyonel beklentiler hipotezine göre ekonomik birimler ulaşılabilir tüm bilgi kaynaklarını dikkate alarak beklentilerini rasyonel bir biçimde oluşturmaktadırlar. Ancak gerçekte ekonomik aktörlerin ulaşabileceği bilgi kaynakları sınırlıdır ve bilgiye ulaşmak

belli bir maliyet ve analiz yeteneği gerektirmektedir. Bu nedenle beklentiler her zaman rasyonel denge seviyesinde gerçekleşmez. Beklentilerin rasyonel denge seviyesinde gerçekleşmemesi beklenti dağılımının artmasına neden olur. Merkez bankaları enflasyon hedeflerini ilan ettiğinde ise ekonomik aktörlerin rasyonel beklentiler dengesini öğrenmeleri kolaylaşır ve dengeye daha hızlı yakınsarlar. Kısacası, enflasyon hedefleri para politikası amaçları, niyeti ve planlanan dezenflasyon süreci hakkında olağanüstü bilgi sağlarlar ve böylelikle enflasyon beklentilerinin şekillenmesine yardımcı olurlar.

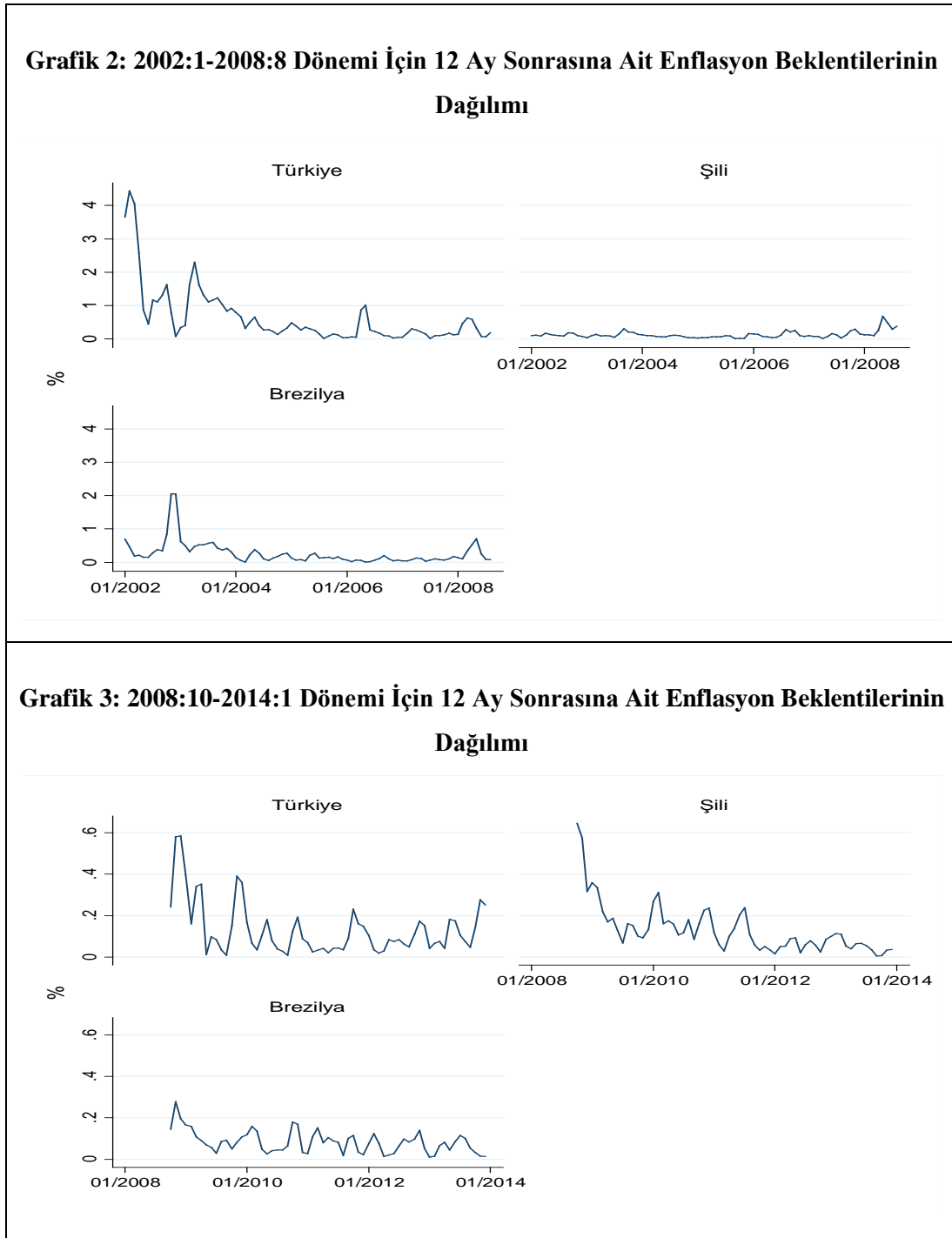
Enflasyon beklentilerinin dağılımındaki azalma yani beklenti serisinin standart sapmasının azalması, enflasyon hedeflerine yönelik taahhüdün ekonomik birimler nezdinde güç kazandığının ve ilan edilen hedeflere ulaşılabilmek yeteneğinin arttığına olan inancın bir göstergesi olarak algılanabilir. Başka bir deyişle, beklentilerin dağılımındaki azalma enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin arttığına ve çapa olma özelliklerinin kuvvetlendiğine işaret etmektedir. Bu amaçla, ilan edilen enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin ve çapa olma kuvvetlerinin küresel kriz öncesi ve sonrası dönemde farklılaşp farklılaşmadığının grafiksel bir ön incelemesini yapmak için 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin standart sapmaları hesaplanarak 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri için grafiklere yansıtılmıştır<sup>79</sup>. Grafik 2 incelendiğinde her üç ülkede de 2002:1-2008:8 döneminde enflasyon beklentilerinin standart sapmalarının kriz sonrası döneme göre daha düzgün bir dağılım gösterdiği görülmektedir. Grafik 3'te ise makroekonomik istikrarsızlıkların hakim olduğu 2008:10-2014:1 döneminde beklentilerin dağılımının belirgin ölçüde arttığı gözlenmektedir.

Enflasyon hedeflerine ulaşılabilmek dair kamusal bir güvenin söz konusu olduğu durumda enflasyon beklentilerinin daha iyi apalanacağı ve daha az oynaklık göstereceği ön savından hareketle, 2008:10-2014:1 döneminde enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri için referans olma özelliğinin zayıfladığını söylemek mümkündür. Grafiksel analiz sonucunda, örnek kitlesinde enflasyon hedeflemesinin makroekonomik çalkantı dönemlerinde enflasyon beklentilerini sağlam bir şekilde apalayabildiğine dair bir sonuca varılamamıştır. Aksine, enflasyon beklentilerinin dağılımının, belirsizliğin hakim olduğu 2008:10-2014:1 döneminde artış göstermesi enflasyon beklentilerinin makroekonomik

---

<sup>79</sup> Standart sapma hesaplamaları üç aylık hareketli ortalamalar yöntemiyle yapılmıştır.

gelişmelere daha duyarlı hale geldiğine işaret etmektedir<sup>80</sup>.



<sup>80</sup>Ancak şunu da unutmamak gerekir ki enflasyon beklentilerinin oynaklığı her zaman enflasyon beklentilerinin daha az çapalandığı anlamına gelmeyebilir. Şöyle ki benzer enflasyon beklenti oynaklığına sahip iki ülkede bu oynaklık farklı sebeplerden kaynaklanabilmektedir. Sağlam çapalanmış yani makroekonomik dalgalanmalara karşı hassasiyeti azaltılmış enflasyon beklentilerine sahip bir ülkede, enflasyon beklentilerinin kurumsal belirsizlik gibi bir takım nedenlerde nispeten daha oynak bir hale bürünmesi olasıdır.

#### 4.4. Veri Seti

Bu çalışmada kullanılan veri seti, örnek kitlesi için 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 olmak üzere iki ayrı dönem için oluşturulmuştur.

Analizin bağımlı değişkeni 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileridir. 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi serisi Türkiye için TCMB elektronik veri dağıtım sistemindeki Beklenti Anketi ve Tanımsal İstatistiklerden elde edilmiştir<sup>81</sup>. Şili için 12 ay sonrasına ait enflasyon beklenti serisi ŞMB istatistik veri tabanından alınmıştır. Brezilya için 12 ay sonrasına ait enflasyon beklenti serisi ise BMB tarafından günlük bazda yayınlanan enflasyon beklentisi serisinin her bir ayın ortalaması alınarak aylık frekansa dönüştürülmesi ile elde edilmiştir<sup>82</sup>. 12 ay sonrasına ait enflasyon beklenti serisi Census X12 yöntemiyle mevsimsel düzeltmesi yapıldıktan sonra analize tabi tutulmuştur.

Analizde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine olan duyarlılığını ölçmek için yıllık TÜFE değişim oranları kullanılmıştır. Bu veri tüm ülkeler için OECD veri tabanından aylık frekansta elde edilmiştir. TÜFE enflasyon oranının Census X12 yöntemiyle mevsimsel düzeltmesi yapılmıştır.

Örnek kitlesine ait ilan edilen enflasyon hedefleri ilgili ülkelerin merkez bankaları web sitelerinden derlenmiştir.

Enflasyondaki beklenemeyen değişimlerin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisini ölçmek için kullanılan sürpriz enflasyon serisi aşağıda yer alan tek değişkenli özbağımlı model tahmin edilerek hesaplanmıştır. Bağımlı değişkenin kaç gecikmesinin denklemde yer alması gerektiği “adımsal en küçük kareler (stepwise least squares) yöntemi” ile tespit edilmiştir. Modellerin uygunluk performansları karşılaştırılarak bağımlı değişkenin üç gecikmesinin yer aldığı model EKK yöntemi ile tahmin edilmiştir. Üç gecikmeli modelden elde edilen hata terimleri sürpriz enflasyon serisi olarak kullanılmıştır.

$$\pi_t = \bar{\alpha} + \beta_1\pi_{t-1} + \beta_2\pi_{t-2} + \beta_3\pi_{t-3} + \varepsilon_t \quad (14)$$

<sup>81</sup> 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri için uygun ortalamalar serisi kullanılmıştır.

<sup>82</sup> BMB araştırmacısının önerisi ile bu yöntem kullanılmıştır.

Burada  $\pi_t$ , t dönemine ait mevsimsellikten arındırılmış enflasyon oranını;  $\pi_{t-1}$ ,  $\pi_{t-2}$ ,  $\pi_{t-3}$  terimleri ise sırasıyla enflasyonun bir, iki ve üç dönemlik gecikmelerini,  $\beta$ 'lar açıklayıcı değişken katsayılarını temsil etmektedir.  $\varepsilon_t$  ise modelin kalıntı terimleridir. Kalıntı terimleri enflasyonist şokları temsil etmektedir ve analizde sürpriz enflasyon serisi olarak kullanılmıştır.

TCMB 2002 yılından itibaren kısa vadeli faiz oranlarını para politikası aracı olarak kullanmaktadır. 2002 yılından 2010 yılı Mayıs ayına kadar gecelik borçlanma faiz oranını politika faiz oranı olarak kullanan TCMB, Mayıs 2010'dan sonra ise, 14 Nisan 2010 tarihinde duyurulan "Para Politikası Çıkış Stratejisi" kapsamında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını para politikası faiz oranı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu çalışmada, TCMB'nin para politikası faiz oranını temsilen Mayıs 2010'a kadar gecelik borç alma faiz oranı, bu tarihten sonra ise bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı kullanılmıştır. TCMB'nin para politikası faiz oranına ilişkin veriler TCMB web sitesinden elde edilmiştir. Brezilya ve Şili için para politikası faiz oranları ise BMB ve ŞMB web sitelerinden alınmıştır.

Analizde bir kısım makroekonomik gelişmelerin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisini ölçmek için temsilen nominal döviz kurları kullanılmıştır. Son dönemde ABD'nin miktar genişlemesinden çıkış stratejisini ilan etmesinin bir sonucu olarak dünyada Dolar likiditesinin azalması ile birlikte özellikle kırılgan ekonomilerde döviz kurlarının değer kazanması makroekonomik dalgalanmaları temsilen döviz kurunun tercih edilmesi için önemli bir fırsat sunmuştur. Döviz kuru serisi bir ABD Doları'nın ülkelerin ulusal para birimi cinsinden değerinin aylık ortalamaları şeklinde OECD veri tabanından alınmıştır. Aylık döviz kuru serilerinin Census X12 yöntemiyle mevsimsel düzeltilmesi yapılmış ve logaritması alınarak analize dahil edilmiştir.

#### **4.5. Ekonometrik Yöntem: Panel ARDL**

Serilerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmedikleri eşbütünleşme analizleri ile tespit edilebilmektedir. Seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olması değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkiden sapmaların geçici olduğu ve hata düzeltme mekanizmasının bu sapmaları uzun dönem ilişkiye yakınsayacak şekilde düzelttiği anlamına gelmektedir (Uslu, 2012: 29). Bu çalışmada, makroekonomik değişkenlerin 12 ay

sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki etkisini ölçmek için Pesaran ve diğerleri (1999) tarafından geliştirilen panel otoregresif gecikmesi dağıtılmış model (panel ARDL) tahmin edilmiştir. Panel ARDL spesifikasyonu, serilerin aynı dereceye bütünleşik olması şartı aranmaksızın aralarında bir eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığını test etmeye imkan veren bir testtir. Panel ARDL ( $p, q_1, \dots, q_k$ ) modelinde bağımlı ve bağımsız değişkenlerin  $p$ . ve  $q$ . sıradan gecikmeleri eşitliğin sağ tarafında yer almaktadır. Bir panel ARDL modeli aşağıdaki formda yazılabilir (Pesaran ve diğerleri, 1999: 623-624).

$$y_{it} = \mu_i + \sum_{j=1}^{p_i} \lambda_{ij} y_{it-j} + \sum_{j=0}^{q_i} \delta_{ij} x_{it-j} + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

Burada,  $i=1,2,\dots,N$  ülke sayısını,  $t=1,2,\dots,T$  zaman boyutunu,  $j$ =gecikme sayısını,  $\mu_i$  sabit etkileri,  $x_{it}$  açıklayıcı değişkenler vektörünü ( $k \times 1$ ),  $\lambda_{ij}$  bağımlı değişkenin gecikmelerine ait katsayıları  $\delta_{ij}$  ( $k \times 1$ ) katsayılar vektörünü temsil etmektedir. Panel ARDL yönteminde modelin her bir grup için ayrı ayrı çözülebilmesi için  $T$ 'nin yeterince büyük olması gerekmektedir. Pesaran ve diğerleri (1999: 623) yukarıdaki denklemin aşağıdaki şekilde yeniden parametrize edilmesi durumunda daha kullanışlı olacağını ileri sürmektedir. Buna göre;

$$\Delta y_{it} = \mu_i + \phi_i y_{i,t-1} + \beta'_i x_{i,t} + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta'_{ij} \Delta x_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

Burada;

$$\phi_i = -1(1 - \sum_{j=1}^p \lambda_{ij})$$

$$\beta_i = \sum_{j=0}^q \delta_{ij}$$

$$\lambda_{ij}^* = -\sum_{m=j+1}^p \lambda_{im}, j=1,2,\dots,p-1.$$

$$\delta_{ij}^* = -\sum_{m=j+1}^q \delta_{im}, j = 1,2,\dots,q-1.$$

Yukarıdaki denkleminde seviye düzeylerinde yer alan değişkenler gruplandırıldıktan sonra yeniden yazılarak hata düzeltme denklemi elde edilebilir (Mamun ve diğerleri, 2013: 570).

$$\Delta y_{it} = \mu_i + \phi_i (y_{it-1} - \theta'_i x_{it}) + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta y_{it-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta'_{ij} \Delta x_{it-j} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

Burada,  $\phi_i = -(\beta_i/\phi_i)$   $y_{it}$  ve  $x_{it}$  arasındaki uzun dönem ya da denge ilişkisini tanımlamaktadır.  $\lambda_{ij}^*$  ve  $\delta_{ij}^*$  ise bağımlı değişkenin kendi geçmiş değerleri ve diğer belirleyicilerine (açıklayıcı değişkenler) ait kısa dönem katsayılarıdır. Son olarak, hata düzeltme katsayısı  $\phi_i$ ,  $x_{it}$  'deki değişimi takiben  $y_{it}$  'nin uzun dönem denge değerine doğru yakınsama hızının bir ölçüsüdür.  $\phi_i < 0$  koşulunun sağlanması durumunda uzun dönem ilişkinin varlığından söz edilebilmektedir. Bu nedenle  $\phi_i$  katsayısının istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretli bulunması  $y_{it}$  ve  $x_{it}$  arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin kanıtıdır.

Pesaran ve diğerleri (1999), panel ARDL modeli için “Ortalama Grup Tahmincisi (Mean Grup Tahmincisi (MG))” ve “Havuzlanmış Ortalama Grup Tahmincisi (Pooled Mean Grup tahmincisi (PMG))” olmak üzere iki tahminci geliştirmişlerdir. MG tahmincisi ARDL spesifikasyonunun parametreleri üzerine hiçbir kısıt koymaz ve uzun dönem parametrelerini bireysel ARDL tahminlerinden elde edilen uzun dönem parametrelerinin ortalamasından türetir. Bu tahmincinin temel eksikliği belirli parametrelerin paneli oluşturan birimler arasında aynı olmasına izin vermemesidir. Diğer yöntem, dinamik sabit etkiler (DSE) metodudur. DSE metodu sabit terimin gruplar arasında değişmesine izin vermekte ancak, bütün eğim katsayılarının ve hata varyanslarına homojenite yüklemektedir. MG ve DSE tahmincilerindeki bu eksiklik PMG tahmincisi kullanılarak giderilmektedir. PMG tahmincisi uzun dönem parametrelerin paneli oluşturan ülkeler arasında aynı olmaları kısıtını getirmekte ancak, sabitin, hata varyanslarının ve kısa dönem parametrelerinin ülkeler arasında farklılaşmasına izin vermektedir. Böylelikle, panel ARDL modelinde değişkenlerde uzun dönem homojenite ile bağlantılı olarak kısa dönemde heterojeniteye izin verilmektedir. Buradaki modelleme sorunlarından bir tanesi bu iki alternatif tahminci arasındaki seçim meselesidir. Pesaran ve diğerleri (1999) uzun dönem parametrelerin homojenite testinin Hausman (1978) testi ile yapılmasını önermişlerdir. Uzun dönem homojenite varsayımı altında PMG ve MG'nin tutarlı tahminciler olmalarına karşılık, yalnızca PMG etkin tahmincidir (Erdem ve diğerleri, 2010: 375-76; Mamun ve diğerleri, 2013: 570).



#### 4.6. Araştırmanın Modelleri ve Hipotezleri

Analizde yer alan modeller 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri için ayrı ayrı çözülmüştür. Modeller şu şekildedir:

$$\pi_{t+12}^e = \mu_i + \sum_{j=1}^{pi} \lambda_{ij} \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{qi} \delta_{ij} \pi_{t,i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (18)$$

$$\pi_{t+12}^e = \mu_i + \sum_{j=1}^{pi} \lambda_{ij} \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{qi} \delta_{ij} \pi^T_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (19)$$

$$\pi_{t+12}^e = \mu_i + \sum_{j=1}^{pi} \lambda_{ij} \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{qi} \delta_{ij} \pi^U_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (20)$$

$$\pi_{t+12}^e = \mu_i + \sum_{j=1}^{pi} \lambda_{ij} \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{qi} \delta_{ij} i_{t,i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (21)$$

$$\pi_{t+12}^e = \mu_i + \sum_{j=1}^{pi} \lambda_{ij} \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{qi} \delta_{ij} lex_{t,i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (22)$$

Denklemler Pesaran ve diğerleri (1999)'nin önerdiği şekilde aşağıdaki şekliyle yeniden parametrize edilmiştir;

$$\Delta \pi_{t+12,it}^e = \mu_i + \phi_i \pi_{t+12,i,t-1}^e + \beta'_i \pi_{t,i,t} + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta \pi_{t,i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (23)$$

$$\Delta \pi_{t+12,it}^e = \mu_i + \phi_i \pi_{t+12,i,t-1}^e + \beta'_i \pi^T_{i,t} + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta \pi^T_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (24)$$

$$\Delta \pi_{t+12,it}^e = \mu_i + \phi_i \pi_{t+12,i,t-1}^e + \beta'_i \pi^U_{i,t} + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta \pi^U_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (25)$$

$$\Delta \pi_{t+12,it}^e = \mu_i + \phi_i \pi_{t+12,i,t-1}^e + \beta'_i i_{t,i,t} + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta i_{t,i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (26)$$

$$\Delta \pi_{t+12,it}^e = \mu_i \phi_i \pi_{t+12,i,t-1}^e + \beta'_i lex_{i,t} + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta \pi_{t+12,i,t-j}^e + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta lex_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad (27)$$

Yukarıdaki denklemlerde;

$i=3$ ,  $t=2001:1, \dots, 2008:8$  ve  $t=2008:10, \dots, 2014:1$ ,  $\varepsilon_{it}$  hata terimi olarak yer almaktadır ve  $i$  ve  $t$  arasında bağımsız bir şekilde dağılmaktadır.

$\pi_{t+12}^e$  12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini,  $\pi_t$  geçmiş dönem enflasyon oranını  $\pi^T$  enflasyon hedeflerini,  $\pi^U$  enflasyon sürprizlerini,  $i_t$  para politikası faiz oranını,  $lnexc_t$  döviz kurunu temsil etmektedir.

$\phi_i$  ise hata düzeltme katsayısını temsil etmektedir ve negatif işaretli olması beklenmektedir.

$\beta'_i$ , modellerdeki açıklayıcı değişkenlere ait uzun dönem katsayıları,  $\lambda_{ij}$ , 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin kendi geçmiş değerlerine ait kısa dönem katsayısını,  $\delta_{ij}$  ise açıklayıcı değişkenlere ait kısa dönem katsayıları temsil etmektedir.

Bu çalışmada araştırılan hipotezler şunlardır:

H<sub>1</sub>: EH sisteminde kriz dönemlerinde enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon oranları arasındaki ilişki zayıflamaktadır.

H<sub>2</sub>: EH sisteminde kriz dönemlerinde enflasyon beklentileri ile ilan edilen enflasyon hedefleri arasındaki ilişki kuvvetlenmektedir.

H<sub>3</sub>: EH sisteminde kriz dönemlerinde enflasyon beklentileri enflasyon şoklarına daha az tepki vermektedir.

H<sub>4</sub>: EH sisteminde kriz dönemlerinde enflasyon beklentileri para politikası faiz oranlarında meydana gelen değişimlere daha az tepki vermektedir.

H<sub>5</sub>: EH sisteminde kriz dönemlerinde enflasyon beklentileri döviz kurunda meydana gelen değişimlere daha az tepki vermektedir.

Bu çalışmadaki analizler, Gauss 9, Stata 11 ve Eviews 5 ekonometri paket programları ile yürütülmüştür.

#### 4.7. Birim Kök Testleri

Ampirik analizin ilk aşamasında değişkenlerin durağanlık özelliklerini belirlemek amacıyla birim kök testleri uygulanmıştır. Panel ARDL modelinin hesaplamalarına geçmeden önce analizde kullanılacak değişkenlerin durağan ya da en fazla birinci dereceden entegre ve eşbütünleşik olduklarının belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenlerin durağanlıklarını tespit etmek amacıyla Levin ve diğerleri (2002) tarafından geliştirilen “Levin, Lin & Chu” ve Im ve diğerleri (2003) tarafından geliştirilen “Im, Pesaran ve Shin” panel birim kök testleri uygulanmıştır. 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri için birim kök test sonuçları Tablo 12 ve Tablo 13’te sunulmuştur.

**Tablo 12: 2002:1-2008:8 Dönemi İçin Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişken	Levin, Lin & Chu				Im, Pesaran ve Shin			
	Düzye		Birinci fark		Düzye		Birinci Fark	
	Sabit	Sabit& Trend	Sabit	Sabit& Trend	Sabit	Sabit& Trend	Sabit	Sabit& Trend
$\pi_{t+12}^e$	-2.57*	-2.55*	-6.54*	-7.53*	-1.52***	-0.55	-6.14*	-6.76*
$\pi_t$	-4.88*	-6.01*			-1.74**	-1.73**		
$lex_t$	0.55	-3.28*	-4.09*	-3.70*	1.36	-1.15	-9.15*	-9.26*
$i_t$	-4.57*	-2.80*			-2.49	-1.59**		
$\pi^T$	-2.38*	-1.33***			-1.41***	-		
$\pi^U$	-8.46*	-8.93			-9.38	-9.53		

**Not:** \*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 istatistiksel anlamlılık derecelerini göstermektedir.

2002:1-2008:8 dönemi için değişkenlerin birim kök testi sonuçları Tablo 12’de sunulmuştur. Sonuçlara göre, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi değişkeni ( $\pi_{t+12}^e$ ), Levin, Lin & Chu birim kök testine göre sabitli ve trendli modelde seviyesinde durağan bulunurken; diğer birim kök testi Im, Pesaran ve Shin’e göre sabitli ve trendli modelde seviyesinde durağan bulunamamıştır. Bu nedenle, serinin birim kök içerip içermediğine karar verilemediğinden birinci farkı alınarak durağan hale getirilmiştir. Döviz kuru

değişkeni ( $lex_t$ ) her iki birim kök testine göre de seviyesinde durağan bulunmadığından birinci farkı alınarak durağanlaştırılmıştır. Diğer değişkenler ise seviyelerinde durağan bulunmuştur.

**Tablo 13: 2008:10-2014:1 Dönemi İçin Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişken	Levin, Lin & Chu				Im, Pesaran ve Shin			
	Düzey		Birinci fark		Düzey		Birinci Fark	
	Sabit	Sabit & Trend	Sabit	Sabit & Trend	Sabit	Sabit & Trend	Sabit	Sabit & Trend
$\pi_{t+12}^e$	0.212	-0.49	-4.15*	-3.34*	-1.90**	-3.0*	-5.59*	-5.98*
$\pi_t$	-0.90	-0.98	-3.97*	-3.51*	-2.10**	-2.35*	-6.36*	-6.47*
$lex_t$	0.36	-0.56	-2.27**	-2.79*	1.60	0.99	-8.12*	-8.51*
$i_t$	-1.72**	-2.17**			-2.52*	-2.0*		
$\pi^T$	-2.93*	-5.88*			-5.06*	-1.45**		
$\pi^U$	-4.86*	-4.76*			-8.4*	-8.46*		

**Not:** \*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %1, %5 ve %10 istatistiksel anlamlılık derecelerini göstermektedir.

2008:10-2014:1 dönemi için değişkenlerin birim kök testi sonuçları Tablo 13'te gösterilmiştir. Sonuçlara göre, enflasyon değişkeni ( $\pi_t$ ) ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi değişkeni ( $\pi_{t+12}^e$ ) Levin, Lin & Chu' ya hem sabitli hem de sabit ve trendli modelde birim kök içerirlerken, Im, Pesaran ve Shin'e göre ise seviyesinde durağan bulunmuşlardır. Bu nedenle, enflasyon ( $\pi_t$ ) ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi ( $\pi_{t+12}^e$ ) değişkenlerinin durağan olup olmadıklarına karar verilemediğinden serilerin farkı alınarak durağanlaştırılmıştır. Döviz kuru değişkeni ( $lex_t$ ) her iki birim kök testine göre seviyesinde durağan bulunmadığından birinci farkı alınarak durağanlaştırılmıştır. Diğer değişkenlerin seviyelerinde birim kök içermedikleri tespit edilmiştir.

#### 4.8. Ampirik Bulgular

##### 4.8.1. Gerçekleşen Enflasyon Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi

Enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine olan duyarlılığı beklentilerinin çapalanma derecesinin belirlenmesinde önemli kanıtlar sunmaktadır.

Enflasyon gerçekleşmeleri ve enflasyon beklentileri arasındaki ilişki önemli ölçüde zayıfladığında enflasyon beklentilerindeki oynaklıklar büyük ölçüde ilan edilen para politikasına olan güvene, ilan edilen para politikasına güven duyulmadığı durumlarda ise para politikasının gelecekteki rotası hakkındaki beklentilere bağlı olacaktır (Levin ve diğerleri, 2004: 3).

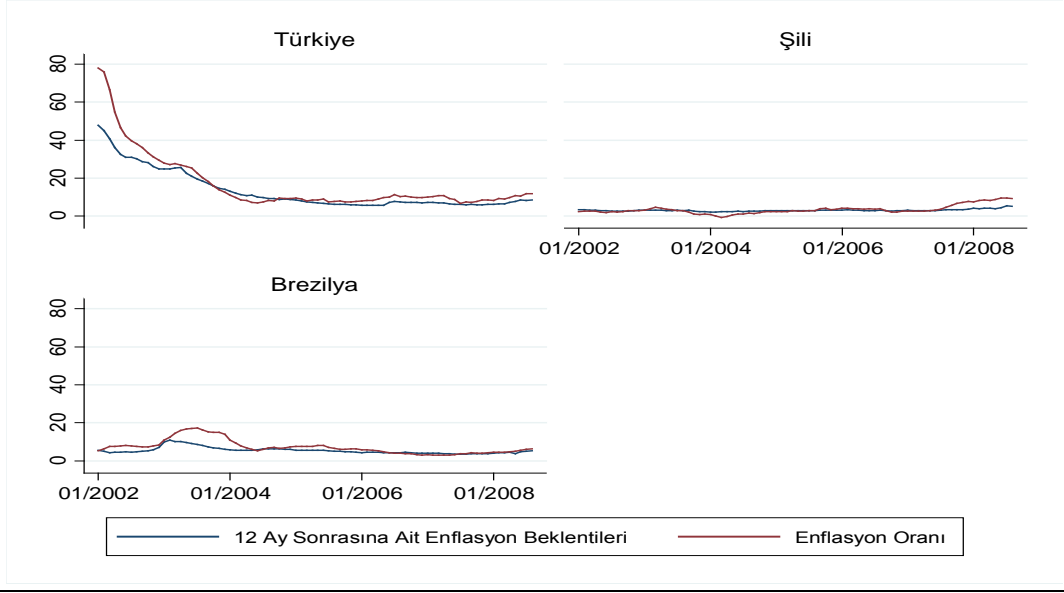
Merkez bankasının ilan ettiği enflasyon hedeflerine ulaşacağına dair bir taahhüt sunması ve bu taahhüdün ekonomik birimlerce güvenilir bulunması, enflasyon beklentileri ve enflasyon gerçekleşmeleri arasındaki ilişkiyi önemli oranda zayıflamaktadır. Ancak, para politikasının güvenilirliğinin düşük olduğu ekonomilerde enflasyon beklentileri belirlenirken geçmiş dönem enflasyon oranları büyük oranda dikkate alınmaktadır. Ekonomik birimler fiyatlama davranışlarını geleceğe yönelik enflasyon beklentilerine göre oluşturduklarından bu durum enflasyonun kendi kendini beslediği bir süreci ortaya çıkmaktadır.

Bu bağlamda, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ve gerçekleşen enflasyon oranları arasındaki ilişki ampirik olarak test edilmeden önce grafiksel bir ön analiz yapılmıştır. Grafik 4 ve 5’ de 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemlerinde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ve gerçekleşen enflasyon oranları birlikte gösterilmiştir.

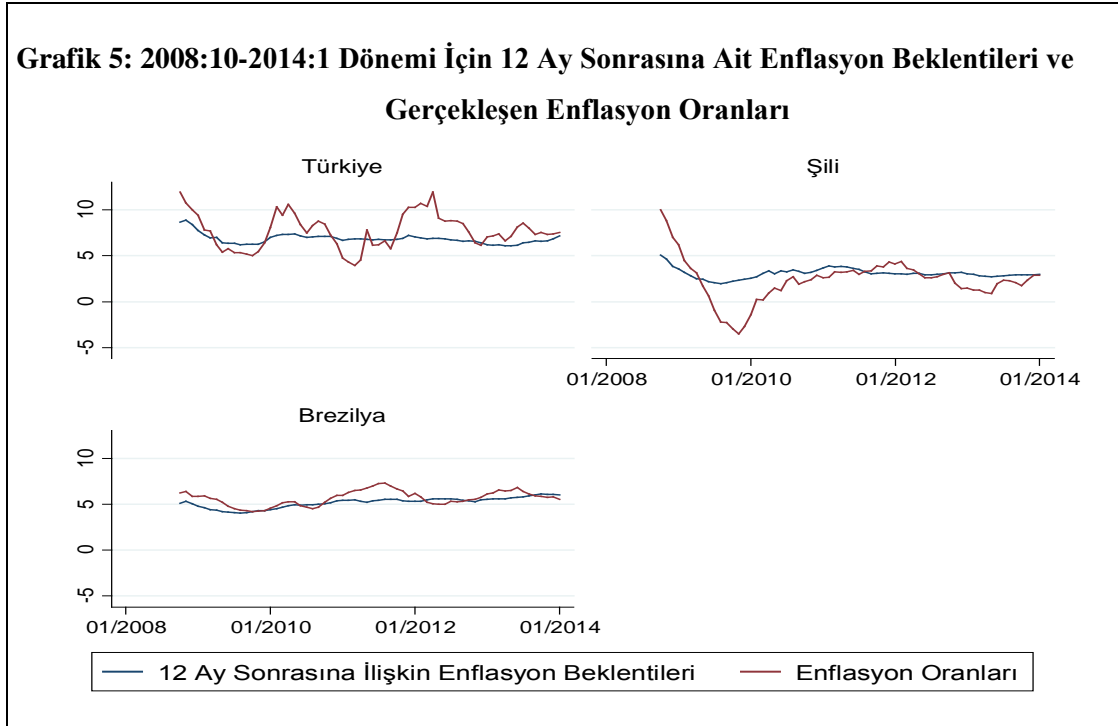
Grafik 4’e bakıldığında 2002:1-2008:8 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ve gerçekleşen enflasyon oranlarının birbirine paralel hareket ettiği açık bir şekilde görölmektedir.

Grafik 5’de ise, 2008:10-2014:1 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri nispeten istikrarlı olduğu ancak, gerçekleşen enflasyon oranlarının oldukça oynak bir yapı sergilediği gözlenmektedir. Söz konusu dönem itibari ile enflasyon oranlarında yaşanan oynaklıklar büyük ölçüde dışsal olarak nitelendirilebilecek etkilerden kaynaklanmaktadır. Grafik 5’e göre, enflasyon oranlarındaki dalgalanmaların 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi sınırlı kalmış görünmektedir.

**Grafik 4: 2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları**



**Grafik 5: 2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları**



Grafiksel analizden sonra gerçekleşen enflasyon oranları ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasındaki ilişki için PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen bulgular Tablo 14' te sunulmuştur. Modellerin çözümünden elde edilen negatif ve anlamlı hata düzeltme katsayıları ( $\phi$ ) her iki dönem içinde gerçekleşen enflasyon oranları ile 12 ay

sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığına işaret etmekle birlikte hata düzeltme mekanizmasının işlediğini, diğer bir ifadeyle bir istikrarsızlık meydana geldiğinde 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentilerinin tekrar uzun dönem dengesine yakınsayacağını göstermektedir. Diğer taraftan, PMG tahmincisinden<sup>83</sup> 2008:10-2014:1 dönemi için elde edilen hata düzeltme katsayısının, 2002:1-2008:8 dönemi için elde edilen hata düzeltme katsayısından daha büyük bir değer alması 2008:10-2014:1 döneminde 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentilerinin dengeye yakınsama sürecinin daha hızlı olacağına işaret etmektedir ( $\phi_{2008:10-2014:1} > \phi_{2002:1-2008:8}$ ).

PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen kısa dönem katsayılarına bakıldığında enflasyon oranına ait katsayıların ( $\pi_t$ ) her iki dönem için de istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre, 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon oranları her iki dönemde de anlamlı bir ilişki içindedir. Ancak, 2002:1-2008:8 döneminde PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen enflasyon oranına ait katsayılar ( $\pi_t$ ) negatif işaretli olarak bulunmuştur. Bu durum enflasyon beklentileri ile enflasyon gerçekleştirmeleri arasındaki ilişkiye yönelik dönemsel olarak bir karşılaştırma yapmayı engellemektedir. Diğer taraftan, 2008:10-2014:1 döneminde katsayı mutlak olarak büyük bir değer almıştır. Karşılaştırmalı olmasa da katsayının değerinin büyüklüğü kriz döneminde gerçekleşen enflasyon oranlarının enflasyon beklentilerinin önemli bir belirleyicisi olduğunu göstermektedir.

PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen uzun dönem katsayılarına bakıldığında ise, gerçekleşen enflasyon oranları ve 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentileri arasında kısa dönemde geçerli olan bu ilişkinin uzun dönemde de devam ettiği anlaşılmaktadır. 2002:1-2008:8 dönemi için yalnızca PMG tahmincisinden elde edilen katsayı istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ve kısa dönemde olduğu gibi katsayı yine negatif işaretlidir. 2008:10-2014:1 dönemi için ise her iki tahminciden elde edilen uzun dönem katsayıları istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönemde olduğu gibi uzun dönemde de 2008:10-2014:1 döneminin enflasyon oranı katsayısı ( $\pi_t$ ) mutlak olarak büyük bir değer almıştır. Her ne kadar kriz öncesi döneme ait katsayıların negatif işaretli olması nedeniyle elde edilen katsayılara bakılarak dönemler arası bir karşılaştırma yapılamasa da modelin hata

---

<sup>83</sup> Yapılan Hausman testi sonucunda PMG tahmincisinin etkin ve tutarlı tahminci olduğu bulgulanmıştır.

düzeltilme katsayıları yukarıda sunulduğu şekliyle değişkenler arasındaki ilişkinin ne yönde değiştiğine dair önemli bir kanıt sunmaktadır.

Uzun dönem parametrelerin homojen olup olmadığını test etmek için yapılan Hausman testi sonucunda uzun dönem homojeniteyi varsayan boş hipotez red edilememiştir. Bu nedenle, uzun dönem homojenite varsayımı altında etkin ve tutarlı olan PMG tahmincisinin uygun tahminci olduğuna karar verilmiştir.

**Tablo 14: Gerçekleşen Enflasyon Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar**

	2002:1-2008:8			2008:10-2014:1		
	PMG	MG	H.Testi	PMG	MG	H.Testi
<b>Uzun Dönem Katsayı</b>						
$\pi_t$	-0.073*	-0.043	1.23	0.168*	0.192*	1.12
<b>Hata düzeltme katsayısı</b>						
$\phi$	-0.464*	-0.817**		-0.829*	-0.808*	
<b>Kısa Dönem Katsayılar</b>						
$\pi_t$	-0.034*	-0.018		0.139*	0.149*	
$\Delta\pi_{t+12}^e$ (-1)	-0.037	0.185		0.071	0.050	
$\Delta\pi_{t+12}^e$ (-2)	-0.026	0.111		0.000	0.000	
$\Delta\pi_t$	0.052*	0.047***		-0.130*	-0.138*	
$\Delta\pi_t$ (-1)	-0.035	-0.024		-0.076**	-0.080	
$\Delta\pi_t$ (-2)	0.00	0.000		0.000	0.000	
Sabit	0.212*	0.157		-0.002	-0.002	

**Not:** Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır. PMG tahminleri back-substitution algoritması ile hesaplanmıştır.\* %1 anlamlılık düzeyini işaret etmektedir. H.Test: Hausman Testi

Hausman testi sonucunda uygun tahminci olan PMG tahmincisinden elde edilen uzun dönem enflasyon oranı katsayısı her iki dönem için de istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı bulunmasına rağmen, 2002:1-2008:8 döneminde ( $\pi_t = -0.073$ ) değerini almıştır. Katsayının negatif işaretli olarak bulunması enflasyon oranları ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında beklenenin tersi yönde bir ilişkinin var olduğunu göstermektedir. Bu sonuca göre, gerçekleşen enflasyon oranlarındaki değişikliğin 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinde aynı yönlü bir değişim meydana getirmemektedir. Ayrıca, katsayının değeri beklenmedik ölçüde küçük bulunmuştur. Bu durum söz konusu dönemde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin gerçekleşen



enflasyon dışındaki gelişmelerden daha büyük ölçüde etkilendiğine işaret etmektedir. Nitekim modelin sabit değeri 0.21 ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlıdır. Bu nedenle, tahmin sonuçları 2002:1-2008:8 dönemi için gerçekleşen enflasyon oranlarının 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde meydana getirdiği etkinin yönüne ilişkin bir sonuca varmayı engellemektedir. 2008:10-2014:1 dönemine bakıldığında ise PMG tahmincisinde elde edilen katsayı değeri ( $\pi_t = 0.168$ ) olarak ve %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Buna göre, enflasyon oranlarında meydana gelen %1'lik bir değişim 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini aynı yönde % 0.168 oranında değiştirmektedir.

PMG tahmincisinden elde edilen kısa dönemli katsayılar, her iki dönem içinde %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Ancak, uzun dönem katsayısına benzer şekilde kısa dönemde de 2002:1-2008:8 dönemine ait gerçekleşen enflasyon oranına ait katsayı negatif işaretli bulunmuştur ( $\pi_t = -0.034$ ). Bu sonuç gerçekleşen enflasyon oranının 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini ne yönde etkilediğine ilişkin sonuç çıkarmayı engellemektedir. 2008:10-2014:1 dönemine ait katsayı ise beklentilere uygun şekilde pozitif bulunmuştur ( $\pi_t = 0.139$ ). Buna göre, gerçekleşen enflasyon oranında meydana gelen %1'lik bir değişim 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini % 0.139 oranında aynı yönde değiştirmektedir.

**Tablo 15: Gerçekleşen Enflasyon Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları**

2002:1-2008:8 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	0.85	0.83	0.40	-54.64	0.35	0.80	0.40	-54.37
<b>Şili</b>	3.15	7.99	0.19	13.90	3.89	1.47	0.41	25.97
<b>Brezilya</b>	3.55	0.17	0.54	-37.66	1.80	0.08	0.55	-37.29
2008:10-2014:1 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	0.38	10.92	0.45	23.22	0.68	10.82	0.45	23.27
<b>Şili</b>	5.85	9.04	0.41	34.64	6.10	9.58	0.41	34.65
<b>Brezilya</b>	0.96	30.38	0.26	47.17	0.55	27.63	0.27	47.74

**Not:**  $\chi^2_{sc}$ : Breusch –Godfrey otokorelasyon test istatistiği,  $\chi^2_{HE}$ : White değişen varyans test istatistiği  $\bar{R}^2$ : Düzeltilmiş  $R^2$ , LL: log Likelihood.

PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen bulgular, 2008:10-2014:1 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine olan duyarlılığının daha fazla olduğuna işaret etmektedir. Diagnostik test sonuçlarına göre bireysel denklemlerde otokorelasyon ve değişen varyans problemine rastlanmamıştır (Tablo 15).

PMG ve MG tahmincilerinde elde edilen sonuçları doğrulamak için 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ve enflasyon oranı arasındaki ilişki dinamik sabit etkiler (DSE) ve statik sabit etkiler (SSE) modelleri kullanılarak tekrar sorgulanmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 16’da özetlenmiştir.

**Tablo 16: Gerçekleşen Enflasyon Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE**

	Dinamik Sabit Etkiler Modeli		Statik Sabit Etkiler Modeli	
	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1
<b>Uzun Dönem Katsayısı</b>				
$\pi_t$	-0.0535*	0.1462*	-0.0544	0.0760
<b>Hata Düzeltme Katsayısı</b>				
$\phi$	-0.5479*	-0.7417*		
<b>Kısa Dönem Katsayılar</b>				
$\pi_t$	-0.0293*	0.1084*		
$\Delta\pi_{t+12}^e (-1)$	0.1351*			
$\Delta\pi_t$	-0.0091*	-0.0639*		
$\Delta\pi_t (-1)$	-0.0105**			

**Not:** Diagnostik test sonuçlarına göre otokorelasyon ve değişen varyans problemine rastlanmamıştır.

DSE modelinden elde edilen sonuçlara göre, 2002:1-2008:8 dönemi için gerçekleşen enflasyon oranına ait uzun dönem katsayı değeri ( $\pi_t = -0.0535$ ) olarak ve %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Katsayının işareti 2002:1-2008:8 dönemi için PMG ve MG tahmincilerinde elde edilen katsayılar gibi negatif işaretlidir. Katsayının negatif işaretli olması, beklentinin aksine 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon oranları arasında ters yönlü bir ilişkiye işaret etmesi nedeniyle sağlıklı bir yorum yapılmasını engellemektedir. 2008:10-2014:1 dönemine bakıldığında katsayının işaretinin pozitifte döndüğü ve yine %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir ( $\pi_t = 0.1462$ ). Buna göre, uzun dönemde enflasyon oranında meydana gelen %1’lik bir artış 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini % 0.14 oranında aynı yönde

değiştirmektedir. DSE modelinden elde edilen katsayılar, 2008:10-2014:1 döneminde gerçekleşen enflasyon oranlarının 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde önemli ölçüde belirleyici olduğuna işaret etmektedir.

DSE modelinden 2002:1-2008:8 dönemi için elde edilen gerçekleşen enflasyon oranına ait kısa dönem katsayı değeri ( $\pi_t = -0.0293$ ) olarak bulunmuştur ve katsayı %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. 2008:10-2014:1 dönemi için ise katsayı %1 seviyesinde anlamlı olarak ( $\pi_t = 0.1084$ ) değerini almıştır.

DSE modelinden elde edilen hata düzeltme katsayılarının her iki dönem içinde negatif işaretli ve %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunması gerçekleşen enflasyon oranları ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında bir eşbütünlüme ilişkisinin varlığını göstermekle birlikte, hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını ve beklentilerin dengeden sapması durumunda tekrar uzun dönem dengeye yakınsayacağı anlamını içermektedir. Ancak, 2008:10-2014:1 dönemine ait hata düzeltme katsayısının daha büyük bir değer alması yakınsama hızının daha büyük olacağına işaret etmektedir ( $\phi_{2008:10-2014:1} > \phi_{2002:1-2008:8}$ ).

SSE modelinden elde edilen sonuçlar da panel ARDL ve DSE modellerinden elde edilen bulguları destekler niteliktedir. Gerçekleşen enflasyon oranına ait uzun dönem katsayı değeri 2002:1-2008:8 dönemi itibari ile ( $\pi_t = -0.054$ ) ve istatistiksel olarak ve %1 seviyesinde anlamlı, 2008:10-2014:1 döneminde katsayı  $\pi_t = 0.0760$  ve yine %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur.

Her üç modelden elde edilen bulgular birlikte değerlendirildiğinde, 2008:10-2014:1 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin enflasyon gelişmelerine olan duyarlılığının daha fazla olduğu görülmektedir. Bulgular, kırılmalı ekonomileri temsilen kullanılan ülke örneğinde, enflasyon gelişmeleri ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasındaki ilişkinin kriz dönemi itibariyle arttığına işaret etmektedir. Buna göre, örnek kitlesinde EH'nin makroekonomik çalkantı döneminde enflasyon beklentilerini

sağlam bir şekilde çapalayamadığı ve merkez bankasına esneklik sağlayamadığı sonucuna varılabilir<sup>84</sup>.

#### **4.8.2. Enflasyon Hedeflerinin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi**

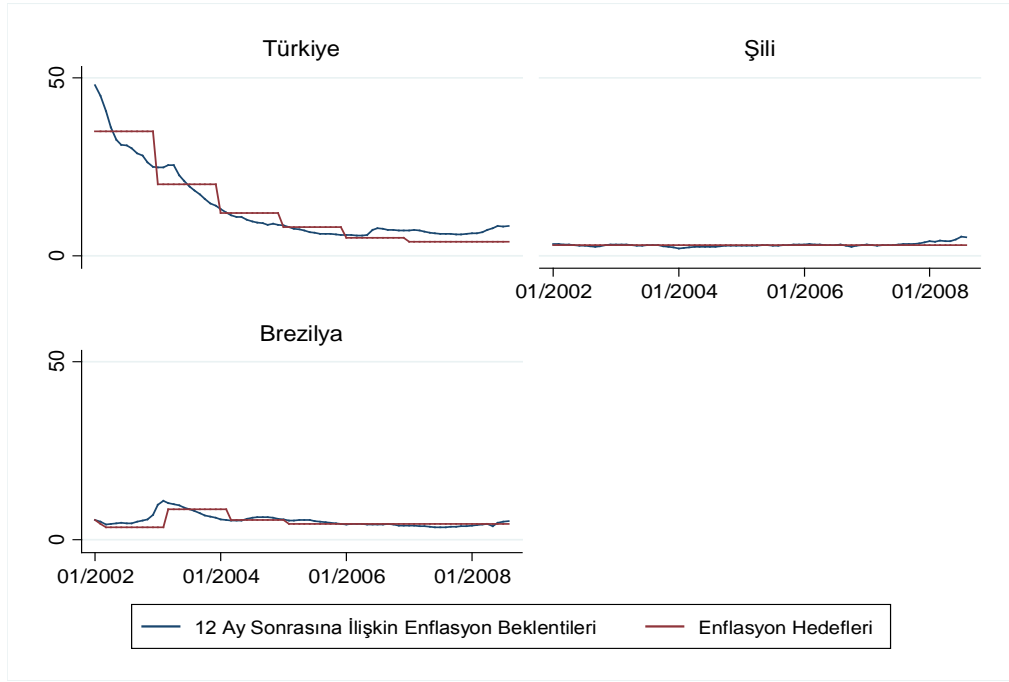
EH sisteminin başarısı büyük ölçüde merkez bankasının güvenilirliğine ve ilan ettiği enflasyon hedefleriyle ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini yönlendirebilme gücüne bağlıdır. Bu doğrultuda, enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri oluşturulurken güvenilir bir referans değer teşkil etmesi gerekmektedir. Enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini yönlendirebilme gücü arttıkça çapa olma özellikleri de güç kazanacaktır. Ancak daha öncede ifade edildiği gibi, enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri için çapa olma gücü, merkez bankasının ve dolayısıyla ilan ettiği hedeflerin ekonomik birimlerce ne kadar güvenilir bulunduğuna bağlıdır. Ekonomik birimler ilan edilen enflasyon hedeflerini gerçekçi ve merkez bankasınca ulaşılabilir bulmadıkları sürece enflasyon hedeflerinin beklentiler üzerinde belirleyici rolü zayıf kalacaktır. Aşağıda, 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri itibariyle, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile enflasyon hedefleri arasındaki ilişki grafiksel bir ön analize tabi tutulmuştur.

Grafik 6 incelendiğinde, kriz öncesi dönemde Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 2006 yılına kadar enflasyon beklentileri ve enflasyon hedeflerinin birbirini takip ettiği bir yapı göze çarpmaktadır. Ayrıca, Türkiye’de 2006 yılına kadar enflasyon beklentilerinin düşüş yönünde bir trend izlediği gözlenmektedir. Bu durum 2006 yılına kadar enflasyon hedeflerinin güvenilir bulunduğuna ve beklentilerin aşağı yönlü revize edildiğine işaret etmektedir. 2006 yılından sonra ise enflasyon beklentileri bir miktar hedeflerin üzerinde seyretmeye devam etse de beklentiler ile enflasyon hedeflerinin birbirlerine yakın seyrettikleri Grafik 6’da açık bir şekilde görülmektedir. Aynı durum, kriz öncesinde Şili ve Brezilya için de aynıdır. Nitekim Grafik 6’da Brezilya ve Şili’ye ait 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile enflasyon hedefleri büyük ölçüde birlikte hareket etmektedirler.

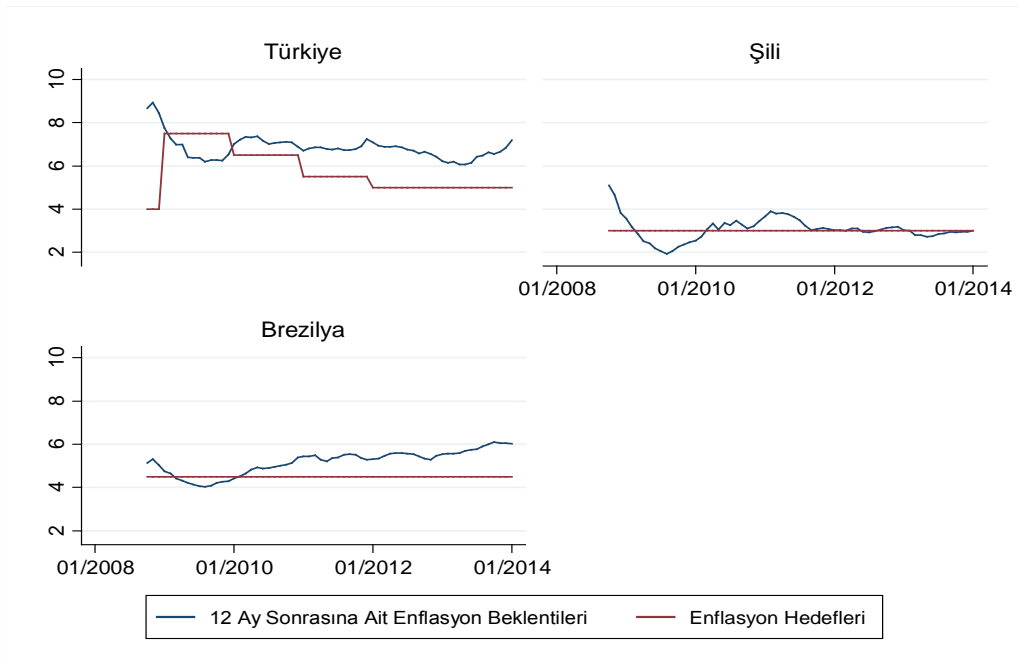
---

<sup>84</sup> Küresel mali kriz sonrası için yapılan bazı çalışmalarda EH uygulayan gelişmiş ekonomilerde enflasyon beklentilerinin iyi çapalandığı bulgulanmıştır. Bkz. Kuttner ve Posen, 2011.

**Grafik 6: 2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Enflasyon Hedefleri**



**Grafik 7: 2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Enflasyon Hedefleri**



Ancak, 2002:1-2008:8 dönemi için geçerli olan bu durum 2008:10-2014:1 döneminde tersine dönmektedir. Grafik 7'ye bakıldığında tüm ülkeler için 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentilerinin ilan edilen enflasyon hedeflerinden büyük oranda sapma gösterdiği açık bir şekilde izlenebilmektedir. Ancak beklentilerin hedeflerden sapma oranı Türkiye ve Brezilya için daha fazladır. Grafik 7'ye göre Türkiye ve Brezilya'da enflasyon beklentileri hedeflerin oldukça üzerinde seyretmektedir ve aradaki fark giderek büyümektedir. Buna göre, 2008:10-2014:1 döneminde 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefleri ile birlikte hareket etmediği sonucuna varılabilir. Şili için bu durum daha sürdürülebilir görünse de Türkiye ve Brezilya için aynı şeyi söylemek mümkün görünmemektedir. Grafiksiz analizden enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini yönlendirmekte ve çapalamakta başarısız olduğu anlaşılmaktadır. Bu sonuçlar, örnek ülkelerde enflasyon hedeflerine yönelik bir güvenilirlik açığı olduğuna dair önemli bir kanıt sunmaktadır.

Grafiksiz analizden sonra, enflasyon hedefleri ve 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentileri arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkilere ulaşılması için çözülen panel ARDL modelinin PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen sonuçlar Tablo 17'de sunulmuştur.

**Tablo 17: Enflasyon Hedeflerinin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar**

	2002:1-2008:8			2008:10-2014:1		
	PMG	MG	H. Testi	PMG	MG	H. Testi
<b>Uzun Dönem Katsayı</b>						
$\pi^T$	-0.046*	-0.049*	0.12	-0.032**	-0.037*	1.32
<b>Hata Düzeltme Katsayısı</b>						
$\phi$	-0.382*	-0.408*		-0.876*	-0.875*	
<b>Kısa Dönem Katsayılar</b>						
$\pi^T$	-0.018*	-0.020*		-0.028*	-0.030*	
$\Delta\pi_{t+12}^e (-1)$	0.142*	0.157*		0.040	0.040	
$\Delta\pi_{t+12}^e (-2)$	0.000	0.000		0.076	0.077	
$\Delta\pi^T$	-0.014	-0.014		-0.003	-0.002	
$\Delta\pi^T (-1)$	-0.026	-0.026		0.022	0.023	
$\Delta\pi^T (-2)$	0.000	0.000		0.049	0.049	
Sabit	0.004	0.023		-0.008	-0.003	

**Not:** Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır. PMG tahminleri back-substitution algoritması ile hesaplanmıştır.\* %1 \*\*%5 \*\*\*%10 anlamlılık düzeylerini işaret etmektedir. H Testi: Hausman Testi

Öncelikle, her iki dönem içinde negatif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı hata düzeltme katsayıları ( $\phi$ ) yalnızca enflasyon hedefleri ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin varlığına değil; aynı zamanda da 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin dengeden uzaklaşması durumunda tekrar uzun dönem dengeye yakınsayacağına işaret etmektedir.

Analizden elde edilen kısa dönem katsayılara bakıldığında enflasyon hedeflerine ait katsayıların ( $\pi^T$ ) her iki dönem için de istatistiksel olarak anlamlı buldukları görülmektedir. Buna göre, kısa dönemde enflasyon hedefleri, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde her iki dönemde etkili olmaktadır. 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri karşılaştırıldığında ise, ikinci dönemde enflasyon hedefine ait katsayısının daha büyük olduğu görülmektedir ( $\pi_{2008:8-2014:1}^T > \pi_{2002:1-2008:8}^T$ ). Buna göre, 2008:10-2014:1 döneminde enflasyon hedefleri enflasyon beklentileri üzerinde nispeten daha belirleyici hale gelmiştir. Bu sonuç, kısa dönemde enflasyon hedeflerinin ekonomik kriz dönemlerinde enflasyon beklentilerini çapalama gücünü kaybetmediği hatta arttırdığı şeklinde yorumlanabilir<sup>85</sup>.

Diğer taraftan, enflasyon hedeflerine ait uzun dönem katsayıları beklentilerin çapalama derecesi açısından daha net kanıtlar ortaya koyabilmektedir. PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen katsayılar her iki dönem için de istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Buna göre, her iki dönemde de ilan edilen enflasyon hedefleri uzun dönemde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde etkili olmaktadır. Ancak, enflasyon hedeflerine ait uzun dönem katsayıları 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri itibari ile büyüklük açısından önemli bir farklılık arz etmeseler de beklentileri çapalama kuvvetinin kısa dönemin aksine 2008:10-2014:1 dönemi itibari ile zayıfladığı görülmektedir ( $\pi_{2002:1-2008:8}^T > \pi_{2008:8-2014:1}^T$ ).

Hausman Testi sonucunda uzun dönem homojeniteyi varsayan boş hipotez red edilememiştir. Bu durumda, uzun dönem homojenite altında etkin ve tutarlı tahminci olan PGM tahmincisinin uygun tahminci olduğuna karar verilmiştir.

---

<sup>85</sup> Bu sonuç yapılan grafiksel analiz ile örtüşmemektedir. Ancak, grafiksel analiz, değişkenler arasındaki ilişkiye ilişkin ayrıntılı bir bilgi sağlamamakta, yalnızca genel bir izlenim vermeyi amaçlamaktadır.

Uygun tahminci olan PMG tahmincisinin 2002:1-2008:8 dönemi için enflasyon hedefine ait uzun dönem katsayısı %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ( $\pi^T = -0.046$ ). 2008:10-2014:1 dönemi için PMG tahmincisinden elde edilen katsayı ise %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır ( $\pi^T = -0.032$ ). Panel ARDL analizinden elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde krizin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği ve belirsiz bir makroekonomik ortamın hakim olduğu 2008:10-2014:1 döneminde enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin ve beklentiler için çapa olma özelliklerinin zayıfladığını ve beklentileri çapalamada başarısız olduğunu söylemek mümkündür.

Modellere ilişkin diagnostik test sonuçları Tablo 18’de gösterilmiştir. Sonuçlara göre, bireysel denklemlerde otokorelasyon ve değişen varyans probleminin varlığına rastlanmamıştır.

**Tablo 18: Enflasyon Hedeflerinin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları**

2002:1-2008:8 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{SC}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{SC}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	6.89	2.01	0.20	-44.38	6.97	2.36	0.20	-44.09
<b>Şili</b>	0.48	1.06	0.19	-3.04	0.15	0.85	0.21	-2.26
<b>Brezilya</b>	1.44	5.47	0.04	-42.19	1.85	4.91	0.04	-42.06
2008:10-2014:01 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{SC}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{SC}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	1.86	0.11	0.42	49.18	1.87	0.13	0.42	49.18
<b>Şili</b>	0.09	3.86	0.38	57.87	0.10	3.84	0.38	57.89
<b>Brezilya</b>	3.89	0.02	0.35	54.14	3.70	3.84	0.35	54.17

**Not:**  $\chi^2_{SC}$ : Breusch –Godfrey otokorelasyon test istatistiği,  $\chi^2_{HE}$ : White değişen varyans test istatistiği,  $\bar{R}^2$ : Düzeltilmiş  $R^2$ , LL: log Likelihood.

Tablo 17’de yer alan PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen sonuçlar DSE ve SSE modellerinden elde edilen sonuçlar ile karşılaştırılmıştır. DSE ve SSE modellerinin bulguları Tablo 19’da sunulmuştur. SSE modelinden elde edilen sonuçlar panel ARDL bulguları ile örtüşürken, DSE modeli ile yapılan çözümlerde farklı sonuçlara ulaşılmıştır.



DSE modelinden elde edilen katsayılara göre, enflasyon hedefleri ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasındaki ilişki 2008:10-2014:1 döneminde kuvvetlenmiş görünmektedir. Nitekim, 2002:1-2008:8 dönemi için elde edilen uzun dönem enflasyon hedefi katsayı değeri, 2008:10-2014:1 dönemine ait uzun dönem katsayı değerinden daha düşüktür ( $\pi_{2008:8-2014:1}^T > \pi_{2002:1-2008:8}^T$ ). DSE modelinden elde edilen katsayılara göre, 2008:10-2014:1 döneminde enflasyon hedeflerinin 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki çapalama etkisi güçlenmiştir. Bu durumda DSE modelinin bulguları kriz döneminde enflasyon hedeflerinin güvenilirliğini koruduğuna işaret etmektedir.

**Tablo 19: Enflasyon Hedeflerinin 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE**

	Dinamik Sabit Etkiler Modeli		Statik Sabit Etkiler Modeli	
	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1
<b>Uzun Dönem Katsayısı</b>				
$\pi^T$	-0.0512*	0.2150*	-0.0722*	0.0489*
<b>Hata Düzeltme Katsayısı</b>				
$\phi$	-0.5431*	-0.7916*		
<b>Kısa Dönem Katsayıları</b>				
$\pi^T$	-0.0278*	0.1702*		
$\Delta\pi_{t+12}^e (-1)$	0.2856*	0.0135		
$\Delta\pi_{t+12}^e (-2)$	0.1195*	0.0587*		
$\Delta\pi^T$	0.0252	-0.1410*		
$\Delta\pi^T (-1)$	-0.0195	-0.0895		
$\Delta\pi^T (-2)$	-0.0133**	-0.0360**		

**Not:** Diagnostik test sonuçlarına göre otokorelasyon ve değişen varyans problemine rastlanmamıştır.

Aynı sonuç kısa dönem katsayıları içinde geçerlidir. Tablo 19' bakıldığında, kısa dönem enflasyon hedefi katsayısının ( $\pi^T$ ), 2008:10-2014:1 döneminde yükseldiği görülmektedir. Buna göre, DSE modelinden elde edilen bulgular kısa dönemde de enflasyon hedeflerinin 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde daha belirleyici hale geldiğine işaret etmektedir.

Tablo 19 yer alan DSE modelinden elde edilen hata düzeltme katsayısı her iki dönem içinde negatif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlıdır. Negatif ve istatistiksel olarak anlamlı hata düzeltme katsayısı, enflasyon hedefleri ve 12 ay sonrasına

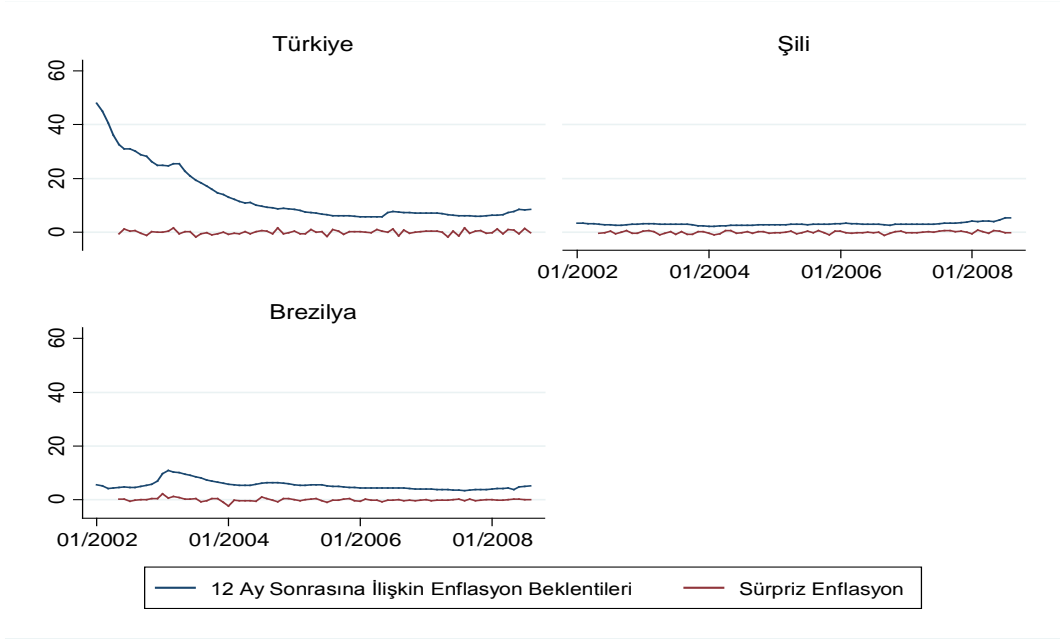
ait enflasyon beklentileri arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin varlığına işaret etmekte ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin uzun dönem dengesine yakınsayacağı anlamına gelmektedir. Diğer taraftan, 2008:10-2014:1 dönemine ait hata düzeltme katsayısının daha büyük olması beklentiler için dengeye yakınsama sürecinin daha hızlı olacağını göstermektedir.

Kriz döneminde enflasyon beklentileri Türkiye ve Brezilya'da hedeflerin sürekli üstünde seyretmiştir. Şili'de ise beklentiler zaman zaman hedeflerin oldukça altına düşmüş ve ülkeyi bir durgunluk tehlikesiyle karşı karşıya getirmiştir. Grafikseld analizden de kriz dönemi itibari ile enflasyon beklentilerinin, hedeflerden ayrı hareket ettiği anlaşılmaktadır. Diğer taraftan, Türkiye'de bu dönemde hedef revizyonunun gerçekleştirilmesi hedeflerin çapa olma özelliğini kaybettiğinin başka bir göstergesidir. Elde edilen bulgular grafikseld ve anektodal analizlerle birlikte değerlendirildiğinde, enflasyon hedeflemesinin örnek kitlesinde kriz dönemi itibari ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini çapalamada başarısız olduğu sonucuna varılabilir.

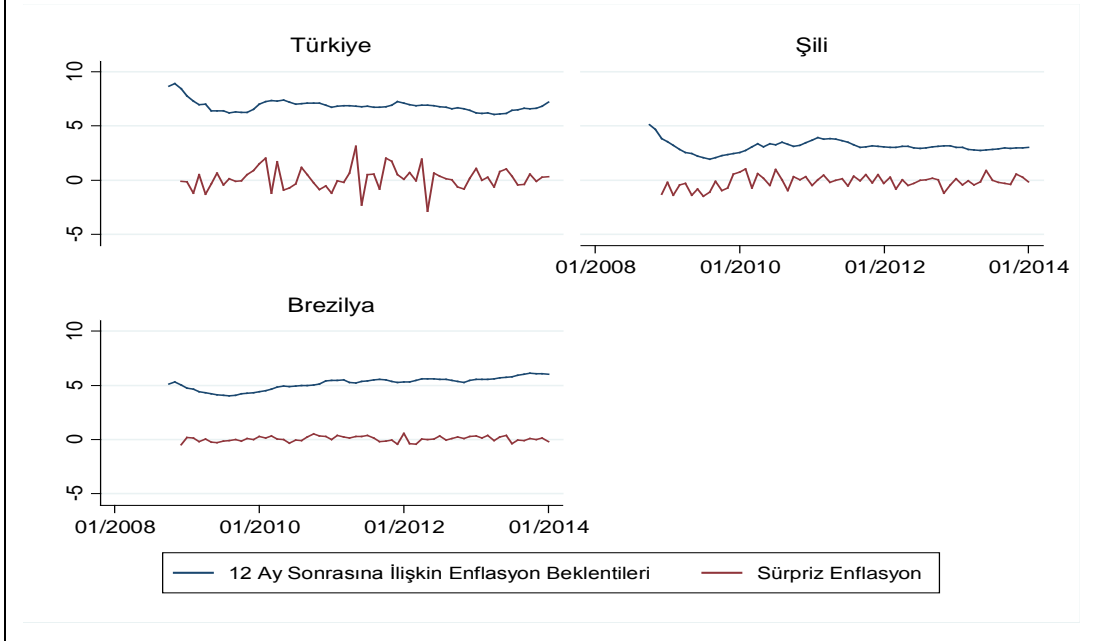
#### **4.8.3. Sürpriz Enflasyonun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi**

Çapalanma etkisi, enflasyon beklentilerinin enflasyondaki beklenmeyen artışlara (enflasyon şoklarına) nasıl tepki verdiğine bakılarak da değerlendirilebilmektedir. Eğer enflasyon beklentileri yüksek güvenilirliğe sahip bir para politikası tarafından sağlam bir şekilde çapalandıysa enflasyondaki yükselişlerin daha kısa ömürlü olması ve enflasyon beklentilerinin enflasyon şoklarına daha az tepki vermesi beklenir. Örneğın, ekonomik birimler EH uygulayan bir merkez bankası tarafından enflasyonist şokların etkilerine karşı telafi edici bir politika izleneceğine ve ortaya çıkacak enflasyonist sonuçların zayıflatılacağına ikna edilmişlerse, enflasyon beklentilerini değıştirme yoluna gitmeyeceklerdir (Kim ve Park, 2006:148). Grafik 8 ve 9'da sürpriz enflasyon oranı ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri birlikte gösterilmiştir. Grafiklere bakıldığında, 2002:1-2008:8 döneminde sürpriz enflasyon oranının sıfır düzeyine yakın seyrettiğı görülürken, 2008:10-2014:1 dönemine ait Grafik 9'da Brezilya hariç enflasyon sürprizlerinin arttığı gözlenmektedir. Bu sonucun 2008:10-2014:1 döneminde makroekonomik belirsizliğin artmış olmasından kaynaklandığını söylemek mümkündür.

**Grafik 8: 2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Sürpriz Enflasyon**



**Grafik 9: 2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Sürpriz Enflasyon**



Enflasyon sürprizleri ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkilerin test edildiği panel ARDL modelinin sonuçları Tablo 20'de sunulmuştur. Öncelikle PMG ve MG tahmincilerinden her iki dönem için elde edilen

negatif ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı hata düzeltme katsayıları ( $\phi$ ) enflasyon sürprizleri ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında bir eşbütünlük ilişkisinin varlığını göstermektedir. Aynı zamanda, hata düzeltme katsayılarının negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı olmaları, herhangi bir şok meydana geldiğinde enflasyon beklentilerinin tekrar uzun dönem dengeye yakınsayacağı anlamını taşımaktadır. Diğer taraftan, bulunan sonuçlara göre, 2008:10-2014:1 dönemine ait hata düzeltme katsayıları nispi olarak daha büyük bir değer almıştır. Hata düzeltme katsayılarının daha büyük olması uzun dönem dengeye yakınsama sürecinin daha hızlı olacağı anlamını taşımaktadır.

**Tablo 20: Sürpriz Enflasyonun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar**

	2002:1-2008:8			2008:10-2014:1		
	PMG	MG	H.	PMG	MG	H.
<b>UZUN DÖNEM</b>						
$\pi^U$	0.011	0.292	0.30	0.048**	0.065**	0.89
<b>HATA DÜZELTME</b>						
$\phi$	-0.687*	-0.694*		-0.796*	-0.805*	
<b>KISA DÖNEM</b>						
$\pi^U$	0.008*	0.051		-0.038*	-0.051***	
$\Delta\pi_{t+12}^e (-1)$	0.358**	0.361**		-0.066	-0.069	
$\Delta\pi_{t+12}^e (-2)$	0.246***	0.256***		-0.000	-0.000	
$\Delta\pi^U$	-0.058***	-0.091		-0.016	-0.028	
$\Delta\pi^U (-1)$	-0.146	-0.144***		-0.008	-0.014	
$\Delta\pi^U (-2)$	-0.090	-0.073		0.000	-0.000	
SABİT	-0.048	-0.051		-0.004*	-0.008	

**Not:** Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır. PMG tahminleri back-substitution algoritması ile hesaplanmıştır.\* %1 \*\*%5 \*\*\*%10 anlamlılık düzeylerini işaret etmektedir. H Testi: Hausman Testi

PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen kısa dönem katsayıları ise değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişki hakkında bilgi sunmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre, enflasyon sürprizlerine ait kısa dönem katsayıları ( $\pi^U$ ) 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri arasında farklılaşmaktadır. Buna göre, ilk dönemde enflasyon beklentileri kısa dönemde enflasyonda meydana gelen beklenmeyen değişimlere sınırlı tepki verirken, kriz dönemi olan ikinci dönemde söz konusu bu tepki artmıştır. Bu durum, ekonomik aktörlerin

beklentilerini oluştururken enflasyonda meydana gelen beklenmeyen değişimleri ilk döneme göre daha fazla dikkate aldıklarının bir göstergesidir.

Sürpriz enflasyon ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında kısa dönemde söz konusu olan bu ilişkinin uzun dönemde devam edip etmediğini Tablo 20’de yer alan uzun dönem katsayılarına bakarak yorumlamak mümkündür. Bulgular, kısa dönemde söz konusu olan ilişkinin uzun dönemde de devam ettiğini göstermektedir. Enflasyon sürprizlerine ait PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen uzun dönem katsayılarının ( $\pi^U$ ) her ikisi de 2002:1-2008:8 dönemi için istatistiksel olarak anlamsız bulunurken, 2008:10-2014:1 dönemi için ise katsayılar hem değer olarak daha büyük hem de istatistiki olarak %5 seviyesinde anlamlıdır. Elde edilen sonuçlara göre, hem kısa hem de uzun dönem itibari ile 2008:10-2014:1 döneminde enflasyon beklentilerinin enflasyon sürprizlerine daha duyarlı hale geldiğini söylemek mümkündür. 2008:10-2014:1 hakim olan istikrarsız makroekonomik ortam enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesini zayıflamasına ve olumsuz ekonomik gelişmelere daha fazla uyarlanmasına neden olmuştur. Beklentilerin 2008:10-2014:1 döneminde enflasyondaki beklenmeyen değişikliklere daha fazla tepki vermesi bu dönemde para politikasının ekonomik birimler nezdinde sağlam bir güvenilirlik tesis edemediğinin ve enflasyon beklentileri çapalamayı başaramadığının bir göstergesidir. Bu sonuçlara göre EH para politikasına belirgin bir hareket esnekliği sağlayamamıştır.

Yapılan Hausman Testi sonucunda uzun dönem homojeniteyi varsayan boş hipotez red edilememiştir. Bu durumda uzun dönem homojenite altında etkin ve tutarlı tahminci olan PGM tahmincisinin uygun tahminci olduğuna karar verilmiştir.

PMG tahmincisi altında elde edilen uzun dönem katsayılara bakıldığında, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile sürpriz enflasyon arasında her iki dönemde de pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Ancak, sürpriz enflasyona ait uzun dönem katsayı değeri, 2002:1-2008:8 dönemi için istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır ( $\pi^U = 0.011$ ). 2008:10-2014:1 dönemi için ise, katsayı istatistiksel olarak %5 seviyesinde anlamlıdır ( $\pi^U = 0.048$ ). Buna göre, 2008:10-2014:1 döneminde sürpriz enflasyonda meydana gelen %1’lik bir artış 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini % 0.048 oranında arttırmaktadır.

PMG tahmincisi altında elde edilen kısa dönem katsayılara bakıldığında, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile enflasyon sürprizleri arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. 2002:1-2008:8 döneminde katsayı istatistikî olarak %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur ( $\pi^U = 0.008$ ). Buna göre, 2002:1-2008:8 döneminde sürpriz enflasyonda meydana gelen %1'lik bir artış 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin %0.008 oranında artmasına neden olmaktadır. 2008:10-2014:1 dönemi için ise katsayı yine istatistiki olarak %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur ( $\pi^U = -0.038$ ). Buna göre, sürpriz enflasyonda meydana gelen %1'lik bir artış 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinde %0.038 oranında bir değişikliğe neden olmaktadır.

Modellere ilişkin diagnostik test sonuçları Tablo 21'de gösterilmiştir. Sonuçlara göre, bireysel denklemlerde otokorelasyon ve değişen varsyans probleminin varlığına rastlanmamıştır.

**Tablo 21: Sürpriz Enflasyonun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları**

2002:1-2008:8 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{SC}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{SC}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	1.60	1.55	0.20	-65.99	3.01	5.43	0.25	-63.19
<b>Şili</b>	0.29	5.02	0.31	19.20	0.30	5.01	0.31	19.20
<b>Brezilya</b>	0.85	6.64	0.14	-59.40	0.24	8.58	0.16	-58.46
2008:10-2014:01 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{SC}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{SC}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	9.02	0.01	0.41	47.93	2.21	0.06	0.43	48.81
<b>Şili</b>	0.25	0.78	0.50	56.06	1.40	0.41	0.52	56.97
<b>Brezilya</b>	0.10	0.62	0.34	52.82	0.23	0.10	0.34	53.02

**Not:**  $\chi^2_{SC}$ :Breusch–Godfrey otokorelasyon test istatistiği,  $\chi^2_{HE}$ : White değişen varyans test istatistiği  $\bar{R}^2$ :Düzeltilmiş  $R^2$ , LL: log Likelihood

PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen sonuçlara göre yorumlanan enflasyon sürprizlerinin 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi, teyit edilmek amacı ile SSE ve DSE modelleri ile tekrar test edilmiştir. Elde edilen sonuçlar Tablo 22'de sunulmuştur. DSE ve SSE modelleri ile yapılan çözümlerde elde edilen uzun dönem

katsayıları birbirlerinden önemli ölçüde farklılaşmaktadır. DSE modelinden elde edilen sonuçlar PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen sonuçlar ile örtüşürken, SSE modelinden elde edilen sonuçlar örtüşmemektedir. Ancak, metodolojisi gereği SSE modelinden elde edilen sonuçlar dinamik panel metotlarından farklılaşma eğilimi göstermektedir. DSE modelinden elde edilen sürpriz enflasyona ait kısa ve uzun dönem katsayılarına göre sürpriz enflasyon oranı 2008:10-2014:1 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini daha fazla etkilemektedir. Bu sonuç daha önce panel ARDL yöntemi ile bulunan sonuçlar ile uyumludur. Diğer taraftan 2002:1-2008:8 dönemine ilişkin elde edilen kısa ve uzun dönem sürpriz enflasyon katsayıları ( $\pi^U$ ) istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

**Tablo 22: Sürpriz Enflasyonun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE**

	Dinamik Sabit Etkiler Modeli		Statik Sabit Etkiler Modeli	
	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1
<b>Uzun Dönem Katsayısı</b>				
$\pi^U$	0.3750	0.2048*	-0.0758*	0.0182
<b>Hata Düzeltme Katsayısı</b>				
$\phi$	-0.3402*	-0.6765*		
<b>Kısa Dönem Katsayıları</b>				
$\pi^U$	0.1276	0.1385*		
$\Delta\pi^U$	-0.1157	-0.1002*		
$\Delta\pi^U (-1)$	-0.1246*	-0.0487*		

**Not.** Diagnostik test sonuçlarına göre otokorelasyon ve değişen varyans problemine rastlanmamıştır.

DSE modelinden elde edilen hata düzeltme katsayısının ( $\phi$ ) her iki dönemde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunması sürpriz enflasyon ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında bir eşbütünlük ilişkisinin varlığına işaret etmektedir. Diğer taraftan da negatif ve anlamlı hata düzeltme katsayısı 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisinin dengeden sapması durumunda tekrar uzun dönem dengesine yakınsayacağı anlamını içermektedir. Hata düzeltme katsayısının 2008:10-2014:1 döneminde daha büyük bir değer alması dikkati çeken diğer bir unsurdur. Buna göre, ikinci dönemde değişkenler arasındaki eşbütünlük ilişkisi daha kuvvetlidir ve beklentiler için uzun dönem dengeye yakınsama hızı daha fazladır

#### **4.8.4. Para Politikası Faiz Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi**

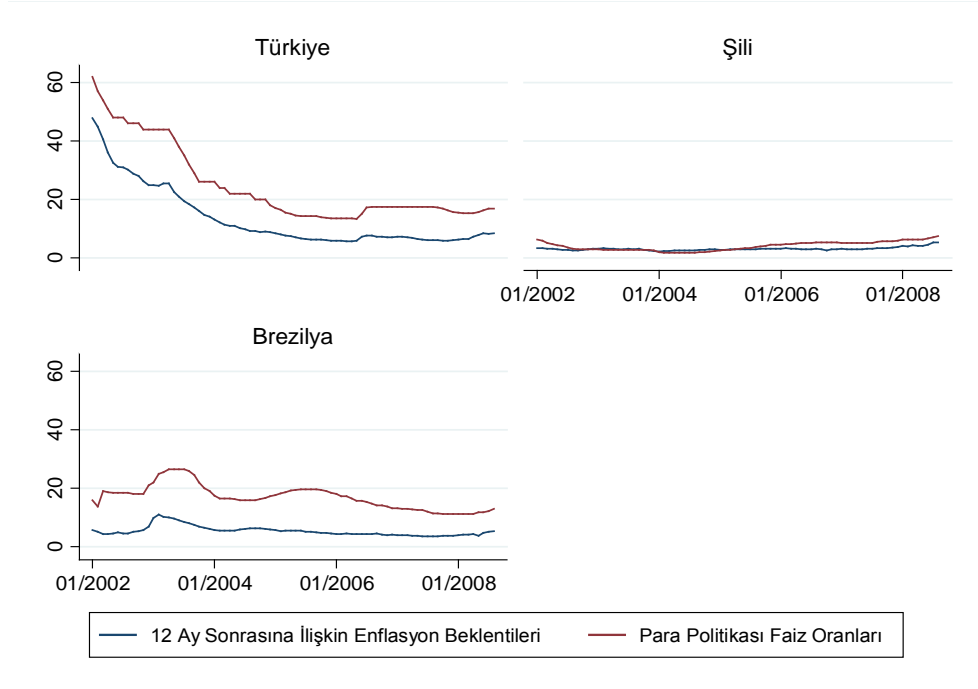
Para politikası, kısa dönemli reel istikrar amacına yönelik uygulanırken, enflasyon beklentilerinin para politikası faiz oranında yapılan değişikliklere göre uyarlanmaması arzu edilen bir durumdur. Özellikle de para politikasının müdahale etmesi gereken durgunluk dönemlerinde enflasyon beklentilerinin para politikası faiz oranı indirimlerine karşı yukarı yönlü revize edilmemesi, para politikasına durgunlukla daha kolay mücadele edebilme fırsatı sunmaktadır. Bu anlamda, çapalanmış enflasyon beklentilerinin merkez bankasına sağladığı şey kısa dönem esnekliğidir. Çünkü enflasyon beklentilerinin faiz indirimlerine karşı yukarı yönlü güncellenmesi, merkez bankasının faiz oranlarını indirirken gelecekte baş etmek zorunda kalacağı yüksek enflasyon oranlarını da dikkate almasını gerektirecektir. Kısa dönem esneklikle uzun vadede güvenilirlik kaybı arasında bir değiş tokuş ilişkisi yaşayacağı böyle bir durumda, merkez bankası orta vadeli enflasyon hedefini tehlikeye atmamak için büyük oranlı faiz indirimlerinden kaçınacaktır. Kısaca iyi çapalanmış enflasyon beklentileri merkez bankasının faiz oranlarını daha etkin ve esnek bir şekilde kullanmasını sağlamaktadır.

Son dönemde ABD'nin çıkış stratejisi gereği varlık alımlarını 2014 yılı sonuna kadar kademeli şekilde sonlandıracağını ilan etmesinin ardından gelişmekte olan ülke paraları hızlı bir değer kaybı sürecine girmiştir. Fed'in çıkış stratejisine karşı paralarında yüksek değer kaybı yaşayan gelişmekte olan ekonomiler ulusal para birimlerindeki sert düşüş ve değer kaybını telafi etmek ve enflasyonun hedef aralığının üstüne çıkmasını önlemek amacı ile politika faiz oranlarını arttırmışlardır. Para politikası faiz oranları ile ilgili yaşanan bu gelişme, kriz dönemlerinde enflasyon beklentilerinin para politikası faiz oranı değişimlerine nasıl bir tepki verdiğini test etme imkanı sunmuştur.

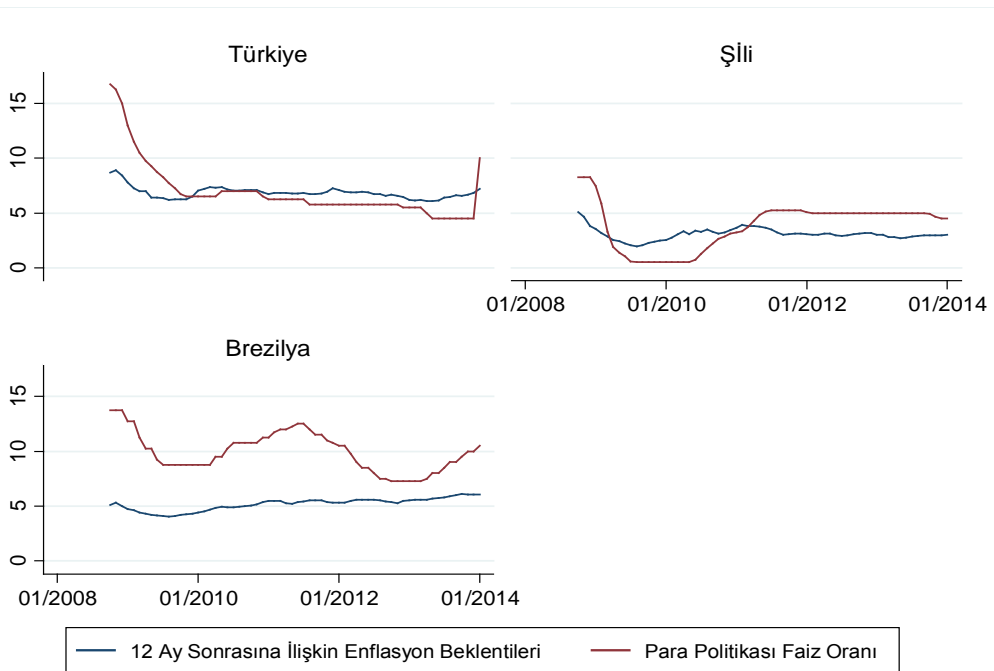
Serilerin dönemler itibari ile nasıl hareket ettikleri hakkında bir ön fikir vermesi için Grafik 10 ve 11'de 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemlerine ilişkin 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ve para politikası faiz oranları birlikte gösterilmiştir.



**Grafik 10: 2002:1-2008:8 Dönemi İçin 12 Ay sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Para Politikası Faiz Oranları**



**Grafik 11: 2008:10-2014:1 Dönemi İçin 12 Ay sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri ve Para Politikası Faiz Oranları**



Grafik 10'a bakıldığında para politikası faiz oranları ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi serisinin birbirlerine paralel hareket ettikleri görülmektedir. Buna göre, enflasyon beklentileri ile para politikası faiz oranları arasında doğru yönlü bir ilişki olduğu göze çarpmaktadır<sup>86</sup>. Grafik 11'e bakıldığında ise 2008:10-2014:1 döneminde ise para politikası faiz oranları ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında ters yönlü bir ilişki olduğu görülebilmektedir.

PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen sonuçlar Tablo 23'te sunulmuştur. İlk olarak negatif ve anlamlı hata düzeltme katsayısı ( $\phi$ ) para politikası faiz oranları ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında uzun dönemde bir eşbütünleşme ilişkisinin varlığına işaret etmektedir. Aynı zamanda hata düzeltme katsayısının her iki dönemde de negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması faiz oranlarına bir şok geldiğinde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin tekrar uzun dönem dengesine döneceği anlamını içermektedir. Hata düzeltme katsayıları 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri için karşılaştırıldığında, 2008:10-2014:1 dönemine ait katsayının nispeten daha büyük olduğu göze çarpmaktadır ( $\phi_{2008:10-2014:1} > \phi_{2002:1-2008:8}$ ). Buna göre, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin uzun dönem dengeye yakınsama süreci 2008:10-2014:1 döneminde nispeten daha hızlıdır.

PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen kısa dönemli katsayılara bakıldığında ise her iki dönemde de faiz oranına ait katsayının ( $i_t$ ) istatistiksel olarak anlamlı olması para politikası faiz oranlarının 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini kısa dönemde etkilediğine işaret etmektedir. Ancak, katsayılar dönemler itibari ile karşılaştırıldığında 2008:10-2014:1 için ( $i_t$ ) katsayısının nispi büyüklüğü dikkat çekmektedir. Bu durum, para politikası faiz oranının 2008:10-2014:1 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde daha belirleyici olduğu anlamına gelmektedir. Buna göre, 12 ay

---

<sup>86</sup> EH sisteminde enflasyonla mücadele politikaları genel olarak faiz oranlarının doğrudan ya da dolaylı olarak yükseltilmesine dayanmaktadır. Uygulanan bu politikalar faiz oranı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki olduğu varsayımını içermektedir. Diğer taraftan faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişki enflasyonun talep ya da maliyet enflasyonu olması durumlarında farklılaşmaktadır. Talep enflasyonunun söz konusu olduğu durumda, faiz oranlarının yükseltilmesi yolu ile talep baskı altına alınmakta ve enflasyon düşürülmektedir. Bu durumda faiz ve enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Maliyet enflasyonunun söz konusu olduğu durumda ise, faiz bir maliyet unsuru olduğundan, enflasyonun düşürülebilmesi için faiz oranlarının da düşürülmesi gerekmektedir. Bu durum faiz oranı ile enflasyon oranı arasında doğru yönlü bir ilişki ortaya çıkarmaktadır. Enflasyon beklentileri de gelecekte enflasyonun ne olacağına ilişkin öngörülere göre şekillendiğinden, faiz ve enflasyon oranı arasındaki söz konusu bu ilişkiler faiz ve enflasyon beklentileri ilişkisine yön vermektedir.

sonrasına ait enflasyon beklentileri kriz döneminde para politikası faiz oranında meydana gelen değişimlere karşı hassas hale gelmiştir. Bu sonuçlardan kısa dönemde 2008:10-2014:1 dönemi altında enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesinin düşük olduğu ve faiz oranı değişimlere karşı bir uyarlanma sürecine girdiği çıkarımı yapılabilir.

**Tablo 23: Para Politikası Faiz Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar**

	2002:1-2008:8			2008:10-2014:1		
	PMG	MG	H.Testi	PMG	MG	H. Testi
<b>Uzun Dönem Katsayısı</b>						
$i_t$	0.027*	0.061	1.39	-0.227*	-0.258*	0.32
<b>Hata düzeltme katsayısı</b>						
$\phi$	-0.639**	-0.729**		-0.748*	-0.725*	
<b>Kısa Dönem Katsayılar</b>						
$i_t$	0.017**	0.003		-0.170*	-0.184*	
$\Delta\pi_{t+12}^e (-1)$	0.204***	0.267***		0.124	0.099	
$\Delta\pi_{t+12}^e (-2)$	0.139***	0.182***		0.000	0.000	
$\Delta i_t$	0.005	-0.001		-0.110*	-0.126*	
$\Delta i_t (-1)$	-0.014	-0.015		-0.107*	-0.120*	
$\Delta i_t (-2)$	0.064	0.062		-0.072***	-0.078***	
Sabit	0.154	0.035		-0.004	-0.008	

**Not:** Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır. PMG tahminleri back-substitution algoritması ile hesaplanmıştır.\* %1 \*\*%5 \*\*\*%10 anlamlılık düzeylerini işaret etmektedir. H Testi: Hausman Testi.

2002:1-2008:8 dönemi için yalnızca PMG tahmincisinden elde edilen uzun dönem katsayısı ( $i_t$ ) istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. 2008:10-2014:1 dönemi için ise hem PMG hem de MG tahmincisinden elde edilen uzun dönem katsayıları ( $i_t$ ) istatistiksel olarak anlamlıdır. 2008:10-2014:1 dönemi için her iki tahminden elde edilen uzun dönem faiz oranı katsayılarının 2002:1-2008:8 dönemine göre daha büyük bir değer aldıkları görülmektedir. Buna göre, bulgular hem kısa hem de uzun dönemde 2008:10-2014:1 dönemi için para politikası faiz oranının 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde daha etkili olduğuna işaret etmektedir. Aradaki bu fark kriz döneminde enflasyon beklentilerinin para politikası faiz oranına duyarlılığının artmış olduğunun, diğer bir ifadeyle de para politikasının 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini sabitleyebilecek bir güvenilirliği tesis edemediğinin bir göstergesidir. 2008:10-2014:1 dönemi para politikasının geçici makroekonomik dengesizliklere karşı

para politikası faiz oranını aracını kullanarak sık sık önlem alması gereken bir dönem olmuştur. Bu şartlar altında enflasyon beklentilerinin, yapılan para politikası faiz oranı değişimlerine karşı uyarlanma derecesinin artmış olması para politikasının makroekonomik istikrarsızlıklar ile mücadele edebilme esnekliğini azaltan bir gelişmedir.

Yapılan Hausman Testi sonucunda uzun dönem homojeniteyi varsayan boş hipotez red edilememiştir. Bu durumda uzun dönem homojenite altında etkin ve tutarlı tahminci olan PGM tahmincisinin uygun tahminci olduğuna karar verilmiştir. Tablo 23'e göre 2002:1-2008:8 dönemi için MG tahmincisi altında istatistiksel olarak anlamsız olan kısa ve uzun dönem ( $i_t$ ) katsayısı PMG tahmincisi altında istatistiksel olarak anlamlı hale dönüşmektedir.

PMG tahmincisinden elde edilen uzun dönem katsayılara bakıldığında, 2002:1-2008:8 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile para politikası faiz oranları arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Para politikası faiz oranına ait katsayısının değeri 2002:1-2008:8 dönemi için %1 anlamlılık seviyesinde ( $i_t = 0.027$ ) olarak bulunmuştur. Buna göre, para politikası faiz oranlarının düşürülmesi enflasyon beklentilerini azaltmaktadır. Diğer taraftan, katsayı 2008:10-2014:1 dönemi için %1 anlamlılık seviyesinde  $i_t = -0.227$  olarak bulunmuştur. Uzun dönemli katsayıların örneklem dönemleri itibariyle birbirlerinden oldukça farklılaştığı görülmektedir ( $i_{2008:10-2014:1} > i_{2002:1-2008:8}$ ). Elde edilen sonuçlar, 2008:10-2014:1 döneminde para politikası faiz oranları 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini 2002:1-2008:8 dönemine göre çok daha fazla etkilediğine işaret etmektedir. Buna göre, para politikası faiz oranlarında meydana gelen %1'lik bir değişim 2002:1-2008:8 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini aynı yönde %0.027 değiştirirken 2008:10-2014:1 döneminde ise ters yönde % 0.227 oranında değiştirmektedir.

PMG tahmincisinden elde edilen kısa dönem katsayılara bakıldığında uzun vadede geçerli olan ilişkinin kısa dönemde de devam ettiği görülmektedir. Katsayı, 2002:1-2008:8 dönemi için ( $i_t = 0.017$ ) iken, 2008:10-2014:1 dönemi için ( $i_t = -0.17$ ) olarak bulunmuştur. Katsayılar sırasıyla %5 ve %1 seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre, 2002:1-2008:8 döneminde para politikası faiz oranında meydana gelen %1'lik bir değişim 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini aynı yönde %0.017 oranında

değiştirmektedir. 2008:10-2014:1 döneminde ise para politikası faiz oranında meydana gelen % 1'lik değişimin 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde meydana getirdiği etki ters yönde % 0.17'dir. PMG tahmincisinden elde edilen bu sonuçlara göre, 2008:10-2014:1 döneminde para politikası kısa vadeli makroekonomik istikrarsızlıkları gidermek için faiz oranlarını aşağı yönlü değiştirdiğinde, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri daha fazla uyarlanacak ve yukarı yönlü güncellenecektir. Bu durum, merkez bankasının para politikasını kısa vadeli istikrar amacına yönelik kullanırken esnek hareket edememesi sonucunu doğuracaktır.

Tablo 24'te modellere ilişkin test sonuçları sunulmuştur. Diagnostik test sonuçlarına göre bireysel denklemlerde otokorelasyon ve değişen varyans problemi gözlenmemektedir.

**Tablo 24: Para Politikası Faiz Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları**

2002:1-2008:8 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	8.95	1.35	0.44	-50.16	8.64	2.04	0.44	-49.99
<b>Şili</b>	0.02	5.21	0.27	17.26	0.51	5.21	0.31	19.21
<b>Brezilya</b>	1.79	0.83	0.00	-68.06	1.58	1.30	0.02	-67.34
2008:10-2014:01 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	4.86	7.82	0.39	24.73	4.74	7.77	0.39	24.75
<b>Şili</b>	4.68	6.07	0.38	33.30	4.74	7.77	0.39	33.69
<b>Brezilya</b>	0.48	25.33	0.37	51.56	0.18	21.14	0.39	52.70

**Not:**  $\chi^2_{sc}$ : Breusch –Godfrey otokorelasyon test istatistiği,  $\chi^2_{HE}$ : White değişen varyans test istatistiği,  $\bar{R}^2$ :Düzeltilmiş  $R^2$ , LL: log Likelihood.

PMG ve MG tahmincilerinde elde edilen sonuçları doğrulamak için 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ve para politikası faiz oranları arasındaki ilişki DSE ve SSE modelleri kullanılarak tekrar sorgulanmıştır. Analizlerden elde edilen sonuçlar Tablo 25'te özetlenmiştir. DSE modelinden elde edilen sonuçlar panel ARDL modelinden elde edilen sonuçlar ile örtüşmektedir. Buna göre, 2008:10-2014:1 döneminde para politikası faiz oranları 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini daha fazla

etkilemektedir. 2002:1-2008:8 dönemine ait para politikası faiz oranına ilişkin katsayı  $i_t = -0.0372$  ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. 2008:10-2014:1 döneminde para politikası faiz oranına ait katsayı değeri ise  $i_t = -0.0442$  ve istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlıdır. Kısa dönemli katsayılara bakıldığında para politikası faiz oranının yine 2008:10-2014:1 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde daha fazla etkili olduğu görülmektedir. 2002:1-2008:8 dönemi itibari ile para politikası faiz oranı katsayısı  $i_t = -0.0121$  ve istatistiksel olarak %10 seviyesinde anlamlı iken, 2008:10-2014:1 döneminde  $i_t = -0.0310$  ve %1 seviyesinde anlamlıdır. DSE modelinde elde edilen sonuçlar para politikası faiz oranlarının 2008:10-2014:1 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini daha güçlü bir şekilde etkilediğini doğrulamaktadır.

DSE modeline ait hata düzeltme katsayısının negatif ve anlamlı olması değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin varlığına işaret etmektedir. Aynı zamanda negatif ve anlamlı hata düzeltme katsayısı hata düzeltme mekanizmasının işlediği ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin dengeden uzaklaşması durumunda tekrar uzun dönem dengesine yakınsayacağı anlamını içermektedir. Hata düzeltme katsayısı 2002:1-2008:8 dönemi için  $\phi = -0.3253$ , 2008:10-2014:1 dönemi için ise  $\phi = -0.7002$  olarak bulunmuştur. Her iki katsayı istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlıdır. Ancak,  $\phi_{2002:1-2008:8} < \phi_{2008:10-2014:1}$  olarak bulunduğundan 2008:10-2014:1 döneminde uzun dönem dengeye yakınsama sürecinin daha hızlı olacağını söylemek mümkündür.

**Tablo 25: Para Politikası Faiz Oranlarının 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE**

	Dinamik Sabit Etkiler Modeli		Statik Sabit Etkiler Modeli	
	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1
<b>Uzun Dönem Katsayısı</b>				
$i_t$	-0.0372	-0.0442*	-0.0478*	-0.0424*
<b>Hata Düzeltme Katsayısı</b>				
$\phi$	-0.3253*	-0.7002*		
<b>Kısa Dönem Katsayıları</b>				
$i_t$	-0.0121***	-0.0310*		
$\Delta\pi_{t+12}^e (-1)$	0.1787*			
$\Delta i_t$	-0.0477	-0.0343*		
$\Delta i_t (-1)$	-0.0178	0.0333		

**Not:** Diagnostik test sonuçlarına göre otokorelasyon ve değişen varyans problemine rastlanmamıştır.

Diğer taraftan, SSE modelinden elde edilen sonuçlar PGM tahmincisi ve DSE modelinden elde edilen sonuçları destekler nitelikte değildir. SSE modelinde elde edilen katsayılar Tablo 25'te gösterilmiştir. Buna göre, 2002:1-2008:8 dönemi itibari ile  $i_t = -0.0478$  iken 2008:10-2014:1 dönemi için  $i_t = -0.0424$ 'dir. Her iki katsayı da istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Dönemler itibari ile katsayılar arasındaki büyüklük farkı önemsiz olmasına rağmen SSE modeli 2008:10-2014:1 döneminde para politikası faiz oranlarının 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini belirleyici özelliğinin önemsiz derecede zayıfladığına işaret etmektedir.

#### **4.8.5. Döviz Kurunun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi**

ABD Merkez Bankası Fed'in Mayıs 2013 tarihinde ilan ettiği parasal genişlemeden (Quantitativ Easing, QE) çıkış stratejisi en çok, hali hazırda dış finansman sıkıntısı çeken ülkeleri etkilemiştir. Dolar likiditesinin azalacağı beklentisi nedeniyle tüm ülke paraları dolar karşısında değer kaybetmeye başlamış, ancak en fazla değer kaybı kırılgan ekonomilerde gerçekleşmiştir.

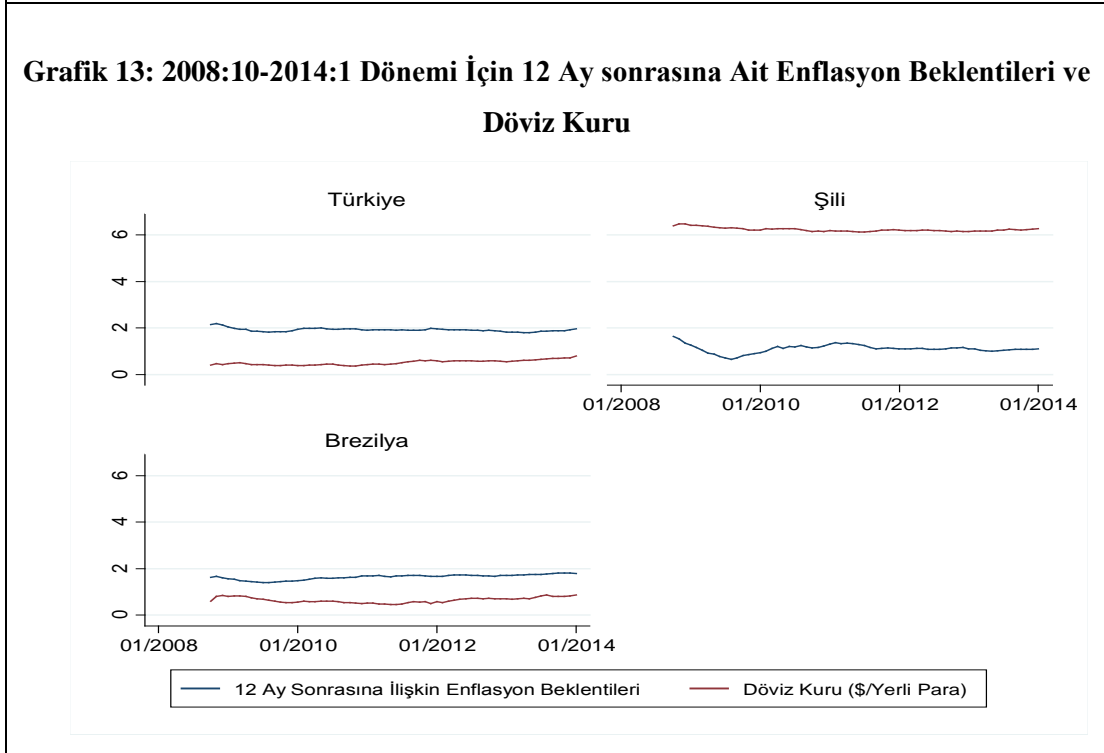
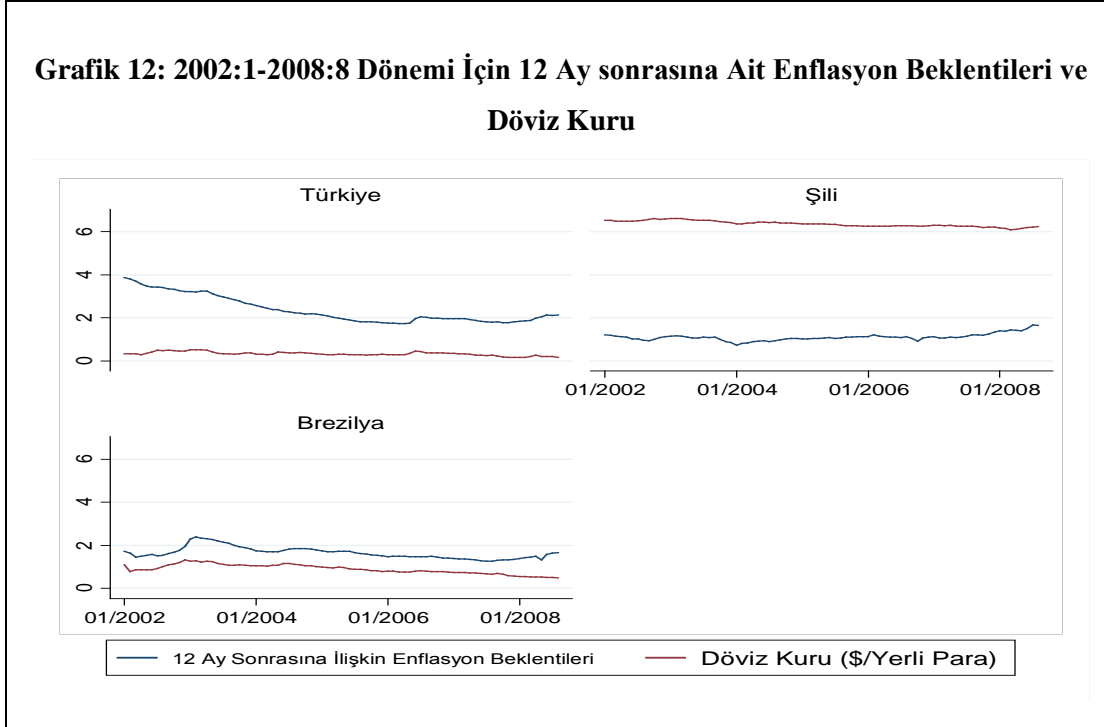
EH sisteminde döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin az olması gerekmektedir<sup>87</sup>. Son dönemde her ne kadar bu geçişkenlik azalmış olsa da cari açığı yüksek olan kırılgan ekonomilerde döviz kuru hala enflasyonun en önemli öncü göstergesi olmaya devam etmektedir. Döviz kurunda meydana gelen iktisadi temellerden kopuk yükselişler, fiyatlara yüksek oranda yansımakta, bu nedenle aşırı değerlenme ya da değer kayıpları bir para politikası tepkisi gerektirebilmektedir. Döviz kurlarının enflasyon üzerindeki etkisi nedeniyle enflasyon beklentileri oluşturulurken kurlardaki değişim dikkate alınmaktadır.

ABD'nin parasal genişlemeden çıkacağını duyurmasıyla başlayan kurlardaki değer kaybı ekonomiler üzerinde her ne kadar olumsuz sonuçlar meydana getirmiş olsa da böylesi dönemlerde EH'nin enflasyon beklentilerinin bu tür makroekonomik gelişmelere karşı duyarlılığı azaltmakta ne derece başarı gösterdiğini, diğer bir ifadeyle beklentileri ne ölçüde çapalayabildiğini test etme imkânı sunmuştur.

---

<sup>87</sup> Döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin devam etmesi durumunda EH sisteminde tek para politikası aracı olan politika faiz oranının enflasyon üzerindeki etkisi sınırlı kalmaktadır.

Ampirik analizden önce 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ve döviz kuru serilerinin grafiksel ön analizi yapılmıştır (Grafik 12 ve 13). Her iki serinin de logaritmik formda grafiğe yansıtılması nedeniyle seriler arasındaki ilişki hakkında çok belirgin bir bilgi sağlanamamaktadır. Ancak yine de, grafikler dikkatle incelendiğinde her iki dönem içinde serilerin birlikte hareket ettikleri görülebilmektedir.





Döviz kuru ile ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkilerin analiz edildiği panel ARDL modelinin PMG ve MG tahmincilerinin sonuçları Tablo 26'da özetlenmiştir. Öncelikle, 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri için negatif ve sırasıyla istatistiksel olarak %1 ve %5 seviyelerinde anlamlı hata düzeltme katsayıları ( $\phi$ ) döviz kuru ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında bir eşbütünlüşme ilişkisinin varlığına işaret etmektedir.

Negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı hata düzeltme katsayıları hata düzeltme mekanizmasının çalıştığı ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin dengeden uzaklaşması durumunda tekrar uzun dönem dengeye yakınsayacağı anlamını içerir. Ancak, katsayının 2008:10-2014:1 dönemi için nispi olarak daha büyük bir değer alması yakınsama sürecinin daha bu dönemde hızlı olacağına işaret etmektedir ( $\phi_{2008:10-2014:1} > \phi_{2002:1-2008:8}$ ).

**Tablo 26: Döviz Kurunun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: PMG ve MG Tahmincilerinden Elde Edilen Sonuçlar**

	2002:1-2008:8			2008:10-2014:1		
	PMG	MG	H.Testi	PMG	MG	H. Testi
<b>Uzun Dönem Katsayı</b>						
$\ln x_t$	4.623*	22.640	1.29	2.137*	2.831	0.16
<b>Hata Düzeltme</b>						
$\phi$	-0.529**	-0.506**		-0.872*	-0.790*	
<b>Kısa Dönem Katsayılar</b>						
$\ln x_t$	2.444**	6.303**		1.863*	1.634	
$\Delta \pi_{t+12}^e (-1)$	0.124	0.033		-0.051	-0.105	
$\Delta \pi_{t+12}^e (-2)$	0.077	0.076		0.000	0.000	
$\Delta \ln x_t$	0.098	-2.070*		-0.605	-0.896	
$\Delta \ln x_t (-1)$	1.436	1.179		-0.178	-0.367	
$\Delta \ln x_t (-2)$	1.636	1.491		0.000	0.000	
Sabit	-0.031	-0.007		-0.004	-0.002	

**Not:** Optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike bilgi kriteri kullanılmıştır. PMG tahminleri back-substitution algoritması ile hesaplanmıştır. \*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %1, %5, %10 anlamlılık düzeylerini işaret etmektedir, H Testi: Hausman Testi

Analizden elde edilen kısa dönem katsayılarına bakıldığında, beklenenin tersine döviz kuru katsayılarının ( $\ln x_t$ ) 2002:1-2008:8 döneminde aldıkları değerlerin 2008:10-2014:1 döneminde aldıkları değerlerden daha büyük olduğu görülmektedir. Bu durum, 2002:1-2008:8 döneminde ekonomik birimlerin beklentilerini oluştururken döviz

kurundaki değişimleri daha fazla dikkate aldıkları şekilde bir sonuç çıkarılmasına neden olmaktadır. Analiz sonucundan beklenen, özellikle Mayıs 2013 tarihinden sonra döviz kurunda yaşanan aşırı değer kayıpları nedeniyle 2008:10-2014:1 döneminde örnek kitlesinde enflasyon beklentilerinin döviz kurundan daha fazla etkileneceği yönündeydi. Ancak, bulgular enflasyon beklentilerinin döviz kuruna karşı hassasiyetinin 2008:10-2014:1 döneminde nispeten azaldığını göstermektedir. 2008:10-2014:1 döneminin döviz kurları açısından oldukça hareketli geçmesine rağmen, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin döviz kurundaki gelişmelere duyarlılığının azalmış olması bu dönemde döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin de azalmış olabileceğine işaret etmektedir.

PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen uzun dönem katsayılarına bakıldığında ise döviz kuru ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasındaki kısa dönemli ilişkilerin uzun dönemde de devam ettiği görülmektedir. PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen sonuçlara göre, kısa dönemde olduğu gibi uzun dönemde de 2002:1-2008:8 döneminde döviz kurunun 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde daha belirleyicidir. Diğer bir ifadeyle bu dönemde enflasyon beklentileri oluşturulurken döviz kurunun daha fazla dikkate alınmaktadır.

Parametrelerin uzun dönemde homojen olup olmadığının analiz edildiği Hausman testi sonucunda da uzun dönem homojenite boş hipotezi red edilemediğinden uzun dönem homojenite altında etkin ve tutarlı tahminci olan PMG tahmincisinin uygun tahminci olduğuna karar verilmiştir. Döviz kuruna ait uzun dönem katsayıları her iki dönem için yalnızca PGM tahmincisi altında istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. PMG tahmincisinden elde edilen uzun dönem katsayılarına tekrar bakıldığında her iki dönem için de döviz kuru ve 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Buna göre, döviz kurlarının yükselmesi 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin de yükselmesine neden olmaktadır. Dönemler arası karşılaştırma yapıldığında ise, 2002:1-2008:8 döneminde döviz kuru katsayısı  $lex_t=4.623$ , 2008:10-2014:1 döneminde ise  $lex_t=2.137$  olarak bulunmuştur. Katsayılar istatistiksel olarak % 1 seviyesinde anlamlıdır. 2002:1-2008:8 dönemine döviz kuru katsayısının 2008:10-2014:1 dönemi aldığı değerin iki katından daha büyük olduğu görülmektedir. Bu sonuca göre, 2002:1-2008 döneminde döviz kurunun 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi 2008:10-2014:1 dönemine göre iki kattan daha fazladır.

PMG tahmincisinden elde edilen kısa dönem döviz kuru katsayılarına bakıldığında yine döviz kurunun 2002:1-2008:8 döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde daha belirleyici olduğu görülmektedir. 2002:1-2008:8 döneminde döviz kuru katsayısı  $lex_t=2.444$  iken, 2008:10-2014:1 döneminde  $lex_t=1.863$  olarak bulunmuştur. Katsayılar istatistiksel olarak sırasıyla %5 ve %1 düzeylerinde anlamlıdır. Bu sonuçlara göre, uzun dönemde olduğu gibi, kısa dönemde de 2002:1-2008:8 döneminde döviz kuru 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde daha belirleyicidir. Diagnostik test sonuçlarına göre bireysel denklemlerde otokorelasyon ve değişen varyans problemi gözlenmemiştir (Tablo 27).

**Tablo 27: Döviz Kurunun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: Diagnostik Test Sonuçları**

2002:1-2008:8 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	15.66	1.25	0.33	-58.94	6.19	4.07	0.47	-49.93
<b>Şili</b>	9.04	4.37	0.43	26.79	10.65	4.37	0.43	26.85
<b>Brezilya</b>	5.21	1.20	0.14	-59.56	6.29	1.34	0.14	-59.42
2008:10-2014:01 Dönemi								
	PMG				MG			
	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL	$\chi^2_{sc}$	$\chi^2_{HE}$	$\bar{R}^2$	LL
<b>Türkiye</b>	10.36	0.92	0.46	40.52	6.82	0.52	0.54	45.63
<b>Şili</b>	98.70	4.91	0.44	60.41	25.26	3.22	0.45	61.02
<b>Brezilya</b>	1.51	4.43	0.48	60.47	0.14	7.80	0.53	63.30

**Not:**  $\chi^2_{sc}$ : Breusch –Godfrey otokorelasyon test istatistiği,  $\chi^2_{HE}$ : White değişen varyans test istatistiği,  $\bar{R}^2$ : Düzeltilmiş  $R^2$ , LL: log Likelihood.

PMG ve MG tahmincilerinden elde edilen sonuçları doğrulamak amacıyla çözülen DSE ve SSE modellerinden elde edilen sonuçlar Tablo 28’de özetlenmiştir. DSE ve SSE modellerinden elde edilen sonuçların panel ARDL modelinden elde edilen sonuçlar ile uyumlu olduğu görülmektedir. Buna göre, DSE ve SSE modellerinden elde edilen katsayılara göre de döviz kurunun 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi 2002:1-2008:8 döneminde daha büyüktür. 2002:1-2008:8 döneminde uzun dönem döviz kuru katsayısı  $lex_t=12.6583$  ve istatistiksel olarak %5 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Katsayının pozitif işaretli olması uzun dönemde döviz kurundaki yükselişlerin 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini arttırıcı bir etki meydana getirdiği

anlamına gelmektedir. 2008:10-2014:1 dönemine ait döviz kuru katsayısı ise  $lex_t = -1.4741$  ve %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Katsayı teoriyle uyumsuz bir şekilde negatif işaretlidir. Bu durum döviz kurunun ilgili dönemde 12 sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki meydana getirdiği etkiye yönelik bir sonuca varmayı engellemektedir. DSE modelinden elde edilen kısa dönemli katsayılara bakıldığında uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de 2002:1-2008:8 döneminde döviz kurunun 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerini daha fazla yönlendirdiği görülmektedir. Döviz kuru katsayısı 2002:1-2008:8 dönemi için  $lex_t = 3.8038$  iken, 2008:10-2014:1 döneminde katsayı  $lex_t = -0.8052$  olarak bulunmuştur. Katsayıların her ikisi de % 5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

DSE modelinden elde edilen hata düzeltme katsayısının negatif işaretli ve %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunması, değişkenler arasında bir eşbütünlük ilişkisinin varlığını göstermekle birlikte, hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını ve beklentilerin dengeden sapması durumunda tekrar uzun dönem dengeye yakınsayacağı anlamını içermektedir. Ancak, 2008:10-2014:1 dönemine ait hata düzeltme katsayısının daha büyük bir değer alması yakınsama hızının daha yüksek olacağına işaret etmektedir. ( $\phi_{2008:10-2014:1} > \phi_{2002:1-2008:8}$ ).

**Tablo 28: Döviz Kurunun 12 Ay Sonrasına Ait Enflasyon Beklentileri Üzerindeki Etkisi: DSE ve SSE**

	Dinamik Sabit Etkiler Modeli		Statik Sabit Etkiler Modeli	
	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1	2002:1-2008:8	2008:10-2014:1
<b>Uzun Dönem Katsayısı</b>				
$lex_t$	12.6583**	-1.4741**	3.0929*	0.6540*
<b>Hata Düzeltme Katsayısı</b>				
$\phi$	-0.3005*	-0.5462*		
<b>Kısa Dönem Katsayıları</b>				
$lex_t$	3.8038**	-0.8052**		
$\Delta\pi_{t+12}^e (-1)$	0.0431	-0.1388		
$\Delta\pi_{t+12}^e (-2)$	0.0434	-0.0147		
$\Delta lex_t$	-0.5766*	1.1910*		
$\Delta lex_t (-1)$	1.6747*	0.9501**		
$\Delta lex_t (-2)$	1.4994**	1.0618*		

**Not:** Diagnostik test sonuçlarına göre otokorelasyon ve değişen varyans problemine rastlanmamıştır.

SSE modelinden elde edilen sonuçlar PMG ve DSE modelinden elde edilen sonuçları doğrular niteliktedir. Döviz kuru için elde edilen uzun dönem katsayıları karşılaştırıldığında, 2002:1-2008:8 dönemine ait elde edilen katsayı  $lex_t = 3.0929$  iken 2008:10-2014:1 dönemine ait katsayı ise  $lex_t = 0.6540$  olarak bulunmuştur. Her iki katsayı istatistiksel olarak %1 seviyesinde anlamlıdır.

Panel ARDL, DSE ve SSE modellerinden elde edilen katsayılar, 2008:10-2014:1 döneminde döviz kurunun 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki belirleyici etkisinin zayıfladığına işaret etmektedir. Buna göre, ekonomik birimler enflasyon beklentilerini oluştururken döviz kurunda meydana gelen değişimleri 2002:1-2008:8 dönemine göre belirgin derecede daha az dikkate almaktadırlar. Ancak Panel ARDL modelinden elde edilen hata düzeltme katsayısının 2008:10-2014:1 döneminde daha büyük bir değer alması enflasyon beklentileri ile döviz kurları arasındaki ilişkinin kriz döneminde kuvvet kazandığı anlamına gelmektedir. Bu durumda elde edilen bulgular, enflasyon beklentileri ile döviz kuru arasındaki ilişkinin kriz döneminde zayıflayıp zayıflamadığına dair objektif bir değerlendirme yapmayı mümkün kılmamaktadır.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

İlk uygulandığı yıldan bu yana giderek artan sayıda ülke tarafından başarılı bir şekilde uygulanan EH, geride bıraktığı 25 yıl boyunca dünya ekonomisinde yaşanan tüm olumsuzluklara rağmen devamlılığını koruyabilmiştir. Gerçekleşen iç ve dış kaynaklı şoklar nedeniyle pek çok kez hedeften büyük sapmaların ortaya çıkması, zaman zaman EH'nin sorgulanmasına yol açsa da bugüne kadar hiçbir ülke (başarısız olduğu gerekçesiyle) EH'yi terk etmemiştir. EH sisteminden çıkışın yaşanmaması diğer para politikası stratejilerinin deneyimlerinden farklı bir görüntü oluşturmuştur. Ancak, yaşanan son ekonomik türbülans sırasında EH katı bir para politikası sistemi olduğu gerekçesi ile bir takım eleştirilere maruz kalmıştır. EH uygulayan pek çok merkez bankası enflasyon hedefine aşırı odaklanmaları yüzünden hızlı varlık fiyatları artışlarının sorumlusu olarak görülmüşlerdir. Buna rağmen, EH son Küresel Mali Kriz'den de sağ çıkmayı başarabilmiştir.

Katı bir para politikası sistemi olduğu yönündeki eleştirilere karşın EH'nin sağlamlığını, devamlılığını koruyabilmesi ve hiçbir ülke tarafından başarısızlığa uğradığı gerekçesiyle terk edilmemiş olması, onun değişen ekonomik koşullara karşı diğer para politikası sistemlerinden daha kolay uyumlaştırılabilmesine bağlanmaktadır. Bu düşünceye göre, EH şoklarla başa çıkabilme esnekliğine sahip bir stratejidir. Bu esneklik sayesinde bir enflasyon hedefine bağlı kalınabilirken aynı zamanda çıktı istikrarı ve finansal istikrar da gözetilebilmektedir.

Son dönemde ortaya çıkan bir dizi ampirik çalışmaya göre, EH alternatif para politikası stratejilerine göre enflasyon beklentilerini çapalamada çok daha etkindir ve esnekliğini operasyonel özelliklerinin yanı sıra enflasyon beklentilerini çapalayabilme gücünden almaktadır. Bu doğrultuda EH'nin esnek bir para politikası sistemi olup olmadığının araştırıldığı bu çalışmada, EH'nin operasyonel özellikleri bakımından esnek bir sistem olup olmadığı incelendikten sonra, EH enflasyon beklentilerini çapalayabilme

performansı üzerinden bir esneklik değerlendirmesine tabi tutulmuştur. Çalışmada geçmiş dönem enflasyon oranlarının, enflasyon hedeflerinin, enflasyon sürprizlerinin, politika faiz oranlarının ve döviz kurunun 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi, kırılğan ekonomileri temsil eden ülke grubu için 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri altında dinamik panel yöntemi ile ampirik olarak test edilmiştir. Elde edilen bulgular aşağıdaki şekildedir:

- Panel ARDL modelinden elde edilen sonuçlara göre, her iki örneklem dönemi için de gerçekleşen enflasyon oranları ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında bir eşbütünleşme ilişkisi bulunmuştur. Ancak, hata düzeltme katsayılarının nispi büyüklükleri karşılaştırıldığında 2008:10-2014:1 döneminde gerçekleşen enflasyon oranları ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasındaki ilişkinin daha da kuvvetlendiği ve uzun dönem dengeden sapılması durumunda 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin dengeye daha hızlı bir şekilde yakınsayacağı tespit edilmiştir. Değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin tespit edilmesinden sonra, gerçekleşen enflasyon oranlarının hangi dönemde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri üzerinde daha belirleyici olduğunu belirlemek amacıyla panel ARDL modelinden elde edilen kısa ve uzun dönem katsayılar karşılaştırılmıştır. Bulgulara göre, her iki dönemde de gerçekleşen enflasyon oranları ile 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Ancak, 2008:10-2014:1 döneminde gerçekleşen enflasyon oranına ait katsayının değeri hem uzun hem de kısa dönemde daha büyüktür.

Bulgular, 2008:10-2014:1 dönemi ile temsil edilen kriz döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri oluşturulurken gerçekleşen enflasyon oranlarına karşı hassasiyetin artmış olduğuna işaret etmektedir. Buna göre, kırılğan ekonomileri temsil eden örnek kitesinde, EH'nin kriz dönemlerinde geçmiş dönem enflasyon oranları ile enflasyon beklentileri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak beklentilerin daha iyi çapalanmasını sağlayacağı şeklindeki hipotezi destekler nitelikte bir sonuca varılamamıştır.

- 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile ilan edilen enflasyon hedefleri arasındaki ilişkinin örneklem dönemleri itibari ile nasıl değiştiğini test etmek için

çözülen panel ARDL sonuçlarına göre, 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentileri ile enflasyon hedefleri arasında her iki dönem için de bir eşbütünleşme ilişkisi vardır. Ayrıca, modelden elde edilen enflasyon hedefine ait kısa ve uzun dönem katsayılarına bakıldığında, her iki dönem için de 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentileri ile enflasyon hedefleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Enflasyon hedeflerinin 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin her iki dönem için de zayıf olduğu tespit edilmiştir. Ancak, 2008:10-2014 döneminde katsayının daha küçük bir değer almasından enflasyon hedeflerinin 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin nispi olarak zayıfladığı sonucuna varılmıştır.

Panel ARDL modelinden elde edilen bulgulara göre, EH'nin kriz döneminde enflasyon hedefleri ile 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentileri arasındaki ilişkiyi kuvvetlendirerek enflasyon beklentilerinin daha iyi çapalanmasını sağlayacağı yönündeki hipotezi destekler nitelikte bir sonuca ulaşamamıştır.

- Panel ARDL sonuçlarına göre, 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentileri ile sürpriz enflasyon arasında bir eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Ancak, hata düzeltme katsayıları karşılaştırıldığında 2008:10-2014:1 döneminde söz konusu uzun dönem ilişkinin daha kuvvetli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre, 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentilerinin uzun dönem dengesinden sapma göstermesi durumunda tekrar dengeye yakınsama süreci 2008:10-2014:1 döneminde daha hızlı gerçekleşecektir. Panel ARDL modelinden elde edilen kısa ve uzun dönem katsayılarına bakıldığında, 2002:1-2008:8 döneminde 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentilerinin enflasyon sürprizlerinde verdiği tepkinin 2008:10-2014:1 dönemine göre çok daha sınırlı kaldığı görülmüştür.

Elde edilen bulgular, 12 ay sonrasında ait enflasyon beklentilerinin kriz döneminde enflasyon sürprizlerine karşı daha büyük oranda uyarlanma içerisine girdiğine işaret etmektedir. Buna göre, EH sistemi altında enflasyon beklentilerinin kriz dönemlerinde enflasyon sürprizlerine daha az tepki vereceği yönündeki hipotezi destekler nitelikte bir sonuç elde edilememiştir.



- 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile para politikası faiz oranları arasındaki ilişkinin modellendiği panel ARDL çözümlerinden iki değişken arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Modelden elde edilen hata düzeltme katsayılarına göre, değişkenler arasındaki bu uzun dönem ilişki 2002:1-2008:8 döneminde daha zayıf iken, 2008:10-2014:1 döneminde güçlenmektedir. Aynı zamanda, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin uzun dönem dengeden sapması durumunda tekrar dengeye gelme süreci ilk döneme göre daha kısa sürmektedir. Buna göre, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile para politikası faiz oranları arasındaki ilişki dengeye yakınsama sürecinin ardından devam etmektedir. Modelden elde edilen kısa ve uzun dönem katsayıları da değişkenler arasındaki ilişkinin 2008:10-2014:1 dönemi itibari ile daha kuvvetli hale geldiğine işaret etmektedir.

Bu sonuç, kriz döneminde 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin faiz oranına karşı duyarlılığının arttığı ve EH'nin enflasyon beklentilerini çapalamada başarısız olduğunun bir göstergesidir. Buna göre, EH sisteminde kriz dönemlerinde enflasyon beklentilerinin para politikası faiz oranında meydana gelen değişimlere daha az tepki vereceği şeklindeki hipotezi destekler nitelikte kanıtlara ulaşılamamıştır.

- 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentileri ile döviz kuru arasındaki ilişkilere bakıldığında değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi bulunmuştur. Panel ARDL modelinden elde edilen hata düzeltme katsayıları döviz kuru ile enflasyon beklentileri arasındaki ilişkinin 2008:10-2014:1 döneminde güçlendiğine işaret etmektedir. Modelden elde edilen katsayılara göre ise, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin döviz kuru gelişmelerinden etkilenme derecesi 2002:1-2008:8 dönemi itibari ile daha fazladır. Hem kısa hem de uzun dönem için geçerli olan bu durum, 2008:10-2014:1 döneminde beklentilerin döviz kuru gelişmelerine daha az uyarlandığı anlamını içermektedir. Diğer taraftan hata düzeltme katsayıları ise bu durumun tersine işaret etmektedir.

Bu bulgular, 2008:10-2014:1 döneminde enflasyon beklentileri ile döviz kuru arasındaki ilişkinin ne yönde değiştiğine ilişkin bir sonuca varılmasını engellemektedir. Bu nedenle, EH sisteminde kriz dönemlerinde enflasyon beklentilerinin döviz kurunda

meydana gelen değişimlere daha az tepki vereceği şeklindeki hipotezin red ya da kabul edilmesi yönünde bir sonuç elde edilememiştir.

Analizlerden elde edilen bulgular, 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentilerinin 2008:10-2014:1 tarih aralığı ile temsil edilen kriz döneminde gerçekleşen enflasyon oranları, enflasyon sürprizleri, politika faiz oranlarına karşı hassasiyet derecesinin arttığına işaret etmektedir. Enflasyon beklentileri ile döviz kuru arasındaki ilişkinin ne yönde değiştğine ilişkin ise bir sonuç çıkarılamamıştır. Diğer taraftan, enflasyon beklentileri ile enflasyon hedefleri arasındaki ilişki 2008:10-2014:1 döneminde nispeten zayıflamıştır. Elde edilen sonuçlara göre, kriz döneminde enflasyon beklentileri büyük oranda geçmiş dönem enflasyon oranları tarafından yönlendirilmiştir. Aynı zamanda, kriz döneminde enflasyon beklentilerinin enflasyon şoklarına karşı uyarlanma derecesi de artmıştır. Çapalanmış enflasyon beklentilerinin davranış şeklinin tersine, beklentiler ile enflasyon hedefleri arasında zayıf, para politikası faiz oranları ile arasında daha güçlü bir ilişki bulunmuştur.

Sonuç olarak, kırılğan ekonomilerde EH'nin beklentileri çapalayabilme performansının 2002:1-2008:8 ve 2008:10-2014:1 dönemleri için analiz edildiği bu çalışmada, EH'nin enflasyon beklentilerini çapalamada başarılı olduğu ve böylelikle para politikasına makroekonomik istikrarsızlıklarla mücadelede esneklik kazandırdığına dair bir kanıt elde edilememiştir. Varılan bu sonuç, para politikasında önemli derecede bir güvenilirlik açığı sorunu olduğunu göstermektedir. Para politikasına olan güvenin eksik olması, ilan edilen enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri için çapa görevi görmesini engellemektedir. EH'nin beklentileri çapalamadaki bu başarısızlığı, büyük ölçüde ilan edilen hedeflerin ekonomik birimler nezdinde güvenilir bulunmadığına ve merkez bankasının bu hedeflere ulaşacağına dair verilen taahhütlere itibar edilmediğine bağlanabilir.

Örnek kitlesinde enflasyon beklentilerinin çapalanmamış olması, para politikasının esnekliğini azaltan bir unsurdur. Buna göre, merkez bankasının daha fazla güven kaybetmemesi için para politikası araçlarını kısa dönem reel istikrar amacına yönelik olarak kullanırken daha dikkatli ve ölçülü hareket etmesi gerekmektedir. EH büyük ölçüde güvene ve enflasyon beklentilerinin iyi yönlendirilmesine dayalı bir sistemdir. Bu nedenle

kısa dönem istikrar politikası izlenerek hedeflerin sürekli olarak tutturulamaması EH'nin uygulanabilirliğini büyük ölçüde azaltacaktır.

EH'nin hem ilan ettiği enflasyon hedeflerine ulaşabilmesi hem de meydana gelen kısa vadeli reel istikrarsızlıklarla esnek ve etkin bir şekilde mücadele edebilmesi için güvenilirlik açığı sorununun giderilmesi gerekmektedir. Bu yönde atılacak adımların başında etkili bir iletişim stratejisi ve daha fazla şeffaflık gelmektedir. Uygulanacak politikalar kısa dönem reel istikrar amacına yönelik olsa bile bu durum önceden ekonomik birimlere açık ve ikna edici bir şekilde anlatılmalı ve merkez bankasının ekonomik birimler nezdinde inandırıcılığı sağlanmalıdır. Ancak, herşeyden önce ilân edilen enflasyon hedeflerine ulaşılması, güven oluşumunda başı çeken en önemli unsurdur. Bu doğrultuda, EH'nin operasyonel çerçevesinin izin verdiği ölçüde ilan edilen enflasyon hedeflerini daha kolay ulaşılabilir kılabilecek bir takım önlemler alınmalıdır. Buna göre, örnek kitlesinde para politikasının güvenilirliğinin artırılabilmesi için şu önerilerde bulunulabilir:

1) TÜFE yerine çekirdek enflasyon hedeflenmeli, böylelikle para politikasının kontrolü dışındaki gelişmeler nedeniyle enflasyon hedeflerinden sapma riski elimine edilmelidir. Enerji ve gıda fiyatlarında meydana gelen artışlar ilan edilen enflasyon hedeflerinin tutturulamamasına ve bir güven kaybına neden olmaktadır. Ortaya çıkan bu güven kaybı enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini çapalayabilme gücünü zayıflatmaktadır. Dışa açık küçük ekonomilerde hedeflenen TÜFE'nin bu tarz şoklardan etkilenme olasılıkları çok yüksektir. Bu nedenle, TÜFE yerine dışsal gelişmelerin TÜFE üzerindeki etkilerini dışarıda bırakan özel kapsamlı bir enflasyon göstergesi hedeflenmelidir. Ancak, her şeyden önce enflasyon hedeflerinin ilan edilmesindeki amaç, ekonomik birimlere enflasyon beklentilerini oluştururken için gerçekleşen enflasyon oranı dışında referans bir enflasyon oranı sunmaktır. İlan edilen enflasyon göstergesinin beklentiler için referans oran olabilmesi için öncelikle ekonomik aktörler tarafından iyi tanınması ve yakından takip edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, çekirdek enflasyon gibi para politikasının kontrolü dışındaki etkileri dışarıda bırakan bir enflasyon göstergesi hedeflenmeden önce etkili bir iletişim stratejisi ile ekonomik aktörlere tanıtılması, bu enflasyon türüne toplumsal bir aşinalık kazandırılması elzemdir.

2) Hedeflenecek endeks seçimi, hedef ufku, hedeflenen enflasyon oranı gibi EH'ye ait özellikler başlangıçta etkin bir iletişim stratejisi ile açıklığa kavuşturulmalıdır. Beklentiler için referans enflasyon oranı olarak işlev görmesi nedeni ile özellikle hangi enflasyonun hedefleneceği konusunda çok açık olunması gerekmektedir. Daha sonra yapılacak olan para politikası faiz oranındaki ayarlamalar bu enflasyon oranı baz alınarak yapılmalıdır. Hedeflenen enflasyon dışındaki bir enflasyon türüne (örneğin çekirdek enflasyona) göre yapılan faiz oranı ayarlamaları, ilan edilen enflasyon hedefinin beklentiler için çapa olma özelliğinin kaybolmasına neden olacaktır. Bu karışıklığın yaşanmaması için başlangıçta ilan edilen hedefe bağlı kalınması ve para politikası uygulamalarının belirlenen enflasyon oranı üzerinden yürütülmesi gerekmektedir.

3) Hızlı bir dezenflasyon sürecinin planlanması başlangıçta para politikasının kararlılığını göstermesi açısından enflasyon hedeflerine daha yüksek bir güvenilirlik sağlayabilmektedir. Ancak, belirlenen enflasyon hedefine nispeten kısa bir zaman dilimi sonunda ulaşılmaya çalışılması para politikası aracının değişkenliğini arttırarak çıktı açığında aşırı dalgalanmalara ve dolayısıyla reel ekonomik istikrarsızlıklara yol açacaktır. Ayrıca, hızlı dezenflasyon süreçlerinde hedefe ulaşılması gereken sürenin nispeten kısa olması, enflasyon hedeflerinin sık sık aşılmasına neden olur. Bu durum elde edilmek istenen güvenilirliği olumsuz bir şekilde etkilediğinden hızlı dezenflasyon süreçlerinden kaçınılmalıdır. Ancak, uzun dezenflasyon süreçleri de daima problemlidir. Enflasyonu düşürme sürecinin çok uzun tutulması çoğunlukla para politikası yapıcılarının enflasyonla mücadele konusunda çok kararlı olmadıkları şeklinde yorumlanabilmekte ve ilan edilen enflasyon hedefleri de güvenilir bulunmadıklarından çapa olma özelliklerini kaybedebilmektedirler. Bu nedenle, enflasyonu düşürme politikalarında makul bir zaman periyodu belirlenmelidir.

4) Yaşanan bir takım olumsuzluklar nedeni ile ilan edilen enflasyon hedeflerinin sürdürülebilirliği kalmadığında hedefin gerçekçi bir şekilde ve zamanında revize edilerek gerekçeleri ile birlikte kamuoyuna ilan edilmesi ve hedeflerin inandırıcılığının sağlanması para politikasının güvenilirliğinin devamı açısından önemlidir. Bu konuda enflasyon beklentileri ile enflasyon hedefleri arasındaki ilişkinin yakından takip edilmeli, gelişmelerin bu ilişki üzerindeki etkisine yönelik analizler sürekli güncel tutulmalıdır. Bu

konuda öngörü kabiliyetinin arttırılması, EH sisteminde elde edilecek başarılarında önemli rol oynayacaktır.

5) Uygun hedef aralığının belirlenmesi para politikasının etkinliğini önemli ölçüde etkileyen bir unsurdur. Hedef aralığının geniş tutulması ne kadar yanlış bir uygulama ise dar tutulması da bir o kadar yanlıştır. Hedef aralığının dar belirlenmesinin para politikasına ve enflasyon hedeflerine açık bir güvenilirlik sağlayacağı kesindir. Ancak, dar hedef aralığının belirlenmesi kontrol döneminin büyük bir bölümü boyunca enflasyonun aralık dışında kalmasına ya da enflasyonun aralık içinde tutulması için aşırı aktif bir para politikası uygulanmak zorunda kalınmasına neden olur. Bu uygulamanın ekonomiye maliyeti ise aşırı oynak bir çıktı açığı ve para politikası faiz oranıdır. Geniş hedef aralığı para politikasına reel ekonomik istikrarsızlıklar ile mücadelede sağlam bir esneklik kazandırır. Ancak, olması gerekenden daha geniş belirlenen hedef aralığı ekonomik aktörler tarafından güvenilir bulunmaz. Bu nedenle, ekonomi için en optimal hedef aralığının belirlenmesi para politikasının performansını ve ortaya koyduğu sonuçların niteliğini doğrudan etkiler.

6) Enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması yönünde atılacak diğer adım ise, makroekonomik istikrar dönemlerinde geniş belirsizlik aralıklarının daraltılmasıdır. Belirsizlik aralıklarının daraltılması ekonomik birimlere enflasyon sürecine ilişkin belirsizliğin azaldığı ve merkez bankasının enflasyon üzerindeki kontrol gücünün arttığı mesajını verir. Böylelikle, enflasyon hedeflerinin çapa olma özelliği güç kazanır.

7) EH'nin başarısında merkez bankasının teknik yeterliği ve iyi gelişmiş bir tahmin metodolojisi önemli yer tutmaktadır. Arz şoklarının çapının, ne kadar yayılma göstereceğinin ve muhtemel etkilerinin neler olacağı ve tahrip edici etkisinin büyüklüğünün tam, doğru ve zamanında tahmin edilmesi para politikasına önceden önlem alma fırsatı sunarak büyük bir avantaj sağlar. Bu nedenle, merkez bankaları teknik kapasitelerini genişletmeli, daha gelişmiş yöntemler ile daha akılcı ve tutarlı tahminler yapabilmelidirler. Ayrıca, para politikası kararı alınırken ekonomi için alternatif muhtemel senaryoların değerlendirilmesi sırasında önemli derecede profesyonel uzmanlık ve muhakemeye ihtiyaç duyulmaktadır. Politika amaçları arasındaki kısa dönem değiş-tokuş ilişkisi uzun dönem etkiler dikkate alınarak değerlendirilmeli ve tartılmalıdır. Ekonomi

daima değişen bir yapı sergilediğinden ve bu değişim genellikle beklenmedik bir şekilde gerçekleştirdiğinden risk konusunda yapılan bu değerlendirmeler devamlı şekilde güncellenmelidir.

8) Merkez bankalarının fiili olarak tam bağımsızlığının sağlanması para politikasının güvenilirliğinin arttırılmasına ve enflasyon beklentilerinin apalanabilmesine büyük katkı sağlayacaktır. Bu anlamda, merkez bankalarının yasal bağımsızlıklarının yanında fiili bağımsızlıklarının da artmasını sağlayacak bir takım reformlar gerçekleştirmelidir. Bugün her ne kadar yasal olarak bağımsız olsalar da çoğu merkez bankasının siyasi otoritenin etkisi altında olduğu ekonomik birimler tarafından bilinmektedir. Bu nedenle, merkez bankasının ilan ettiği enflasyon hedefine ulaşma konusunda istekli olduğu bilinse de siyasi baskılar nedeniyle bunu gerçekleştiremeyecek olduğuna dair oluşan inanç, ilan edilen enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa oluşturmasını engellemektedir. Para politikasının yürütücüsü konumunda olan merkez bankaları bağımsızlıklarının gereği olarak kararlarını siyasi otoritenin baskısı altında kalmadan kendi başlarına verebilmeli ve kendine güvenmelidir.

9) Enflasyon hedeflemesi maliye politikası ile daha fazla desteklenmelidir. Maliye politikasının hedeflerle uyumlu hale getirilmesi, bu anlamda uygulanan para politikasının da maliye politikasınca desteklenmesi para politikasının güvenilirliğinin artmasında önemlidir.

Ekonomi tarihinde parasal, finansal ya da reel istikrarı kalıcı bir şekilde sağlayabilmiş hiçbir politika rejimi mevcut değildir. Para politikasının duruma göre en iyi sonucu verecek şekilde tasarlandığı ve uygulanan politikaların gelecekte meydana getireceği etkilerin hesaba katılmadığı takdirde politika uygulamaları yeterince esnek olmalarına rağmen kendisinden beklenen faydaları sağlayamamıştır. Parasal otoritelerin takdir yetkilerini kısıtlamak için getirilen katı kurallar ile ekonomik sistemi otomatik bir şekilde yönetme girişimleri de başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Sınırlı bir takdir yetkisine dayanan EH ise alternatif bir para politikası sistemi olarak ortaya çıkmıştır.

EH, diğer para politikası sistemlerine nazaran srdrlebilme direnci, sahip olduğu yüksek şeffaflık ve hesapverebilirlik derecesi, kırılganlığının olmaması, değişen

makroekonomik koşullara daha kolay adapte edilebilmesi gibi özellikleri ile diğer stratejilerin önünde yer alsa da en başarılı şekilde EH uygulayan ülkeler bile krizin etkilerinden kaçamamışlardır. Ancak bu, EH'nin terk edilmesi gereken bir sistem olduğu anlamına gelmemektedir. Yapılması gereken, krizden çıkarılan dersler doğrultusunda<sup>1</sup>, ortaya çıkan makroekonomik gelişmeler ve yenilikler de dikkate alınarak EH'nin iyileştirilmeye çalışılmasıdır. Her ne kadar iyileştirilmeye olan ihtiyacı açık olsa da enflasyon hedefleri para politikasının nominal çapası olmaya devam etmeli ve hatta gelişmekte olan ülkelerde daha fazla vurgulanmalıdır.

Kriz sonrasında merkez bankasından beklenenler artmıştır. Piyasalar, devlet ve finansal piyasalarda düzenleme ve denetleme fonksiyonlarını üstlenen kurumların görevleri arasındaki sınırlar ve dengeler son dönemde ekonomi tartışmalarının merkezinde yer almaya başlamıştır. Merkez bankaları doğal yapıları gereği makroekonomik sistemin en önemli oyuncularından biridir. Bu nedenle, kriz sonrasında enflasyon hedefleyen merkez bankalarının finansal krizlerin risk ve maliyetleri ile ne ölçüde ilgilenmesi gerektiği tartışılmaya başlanmıştır. Finansal istikrarsızlıkların merkez bankasının müdahale etmesi gereken bir alan olduğunu ileri sürenler olsa da, aksi yönde düşünenlerin sayısı daha fazladır. Buna göre, merkez bankasının elindeki araçlar finansal istikrarsızlıkları önlemede yeterli değildir. Ayrıca yeterli olsa bile, istikrarsızlık gibi görünen bir durumun gerçekten istikrarsızlık mı yoksa ekonomik temellerden kaynaklanan bir durum mu olduğunu tespit etmek çok güç ve zaman almaktadır. Yerinde olmayan müdahalelerin ekonomiyi daha kötü sonuçlara götürmesi muhtemeldir.

Bundan sonraki çalışmalar için öneriler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Bu çalışmada enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentilerini çapalama derecesi analiz edilirken incelenen örnek kitlesi için veri yoksunluğu nedeniyle 12 ay sonrasına ait enflasyon beklentisi serisi kullanılmıştır. Literatüre göre, enflasyon beklentileri uzun dönemde daha istikrarlı bir yapı sergilemektedir. Bu nedenle,

---

<sup>1</sup> Kriz, finansal sistemin istikrarında merkez bankasının rolünün ne olduğu vb. gibi konular üzerinde yeniden düşünülmesi gerektiğini göstermiştir. Krizden sonra, gerçekleşme ihtimali çok düşük olarak görüldüğünden üzerinde fazla durulmayan sıfır alt sınır (zero lower bound) problemi gibi bir takım gelişmelerin daha fazla ciddiye alınması gerektiği anlaşılmıştır.

daha sonraki çalışmalarda piyasa temelli beklenti serileri oluşturularak daha uzun vadeli enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesi analiz edilebilir.

- Bu çalışmanın örnek kitlesini kırılğan ekonomiler oluşturmaktadır. Enflasyon beklentilerinin çapalanma derecesinin gelişmiş ülkeler için analiz edildiği bazı çalışmalar enflasyon hedefleyen ve hedeflemeyen ülkelerin performansını birbirleriyle karşılaştırmışlardır. Ancak, kırılğan ekonomiler için aynı karşılaştırmayı ankete dayanan beklenti serileriyle gerçekleştirmek mümkün değildir. Bu nedenle, beklenti serisini yayınlamayan ülkeler için piyasa temelli seriler hazırlanarak kırılğan ekonomiler içerisinde enflasyon hedefleyen ve hedeflemeyen ülkelerin karşılaştırılmasının yararlı olacağı düşünülmektedir.
- Bu çalışma normal ve kriz dönemi karşılaştırması yapmaktadır. Olağan üstü dönemlerde başarılı bir sistem nispeten daha başarısız sonuçlar ortaya koyabilmektedir. Bu nedenle, normal dönemlerde enflasyon hedefleyen ve hedeflemeyen kırılğan ekonomilerin beklentileri çapalama performanslarının karşılaştırılmasının yararlı olacağı düşünülmektedir.



## **YARARLANILAN KAYNAKLAR**

Adrian, Tobias ve Shin, Hyun Song (2011), “Financial Intermediaries and Monetary Economics”, Benjamin M. Friedman, Michael Woodford (Ed.), **Handbook of Monetary Economics**, Volume 3A *içinde* (601-650), North-Holland: Elsevier.

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

Akyazı, Haydar ve Ekinci, Aykut (2009), “Enflasyon Hedeflemesi, Büyüme ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, **Bankacılar Dergisi**, 68, 3-19.

Allen, William A. (1999), “Inflation Targeting: The British Experience”, Robert Heath (Ed.), **Handbooks in Central Banking Lecture Series No. 1** *içinde* (1-36), London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

Aras, Osman N. (2010), “Son Ekonomik Krizin Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 2(2), 97-104.

Ball, Laurence M. ve Sheridan, Niamh (2004), “Does Inflation Targeting Matter?”, Ben S. Bernanke, Michael Woodford (Ed.), **The Inflation Targeting Debate**, *içinde* (249–282), USA: University of Chicago Press.

Banerjee, Ryan 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).

Bank of Canada (2011), **Renewal of the Inflation-Control Target**, Background Information, 1-39.

Barro, Robert J. ve Gordon, David B. (1983), “A Positive Theory of Monetary Policy in Natural Rate Model”, **The Journal of Political Economy**, 91(4), 589-610.

Başkaya, Yusuf Soner ve diğerleri (2010), “2008 Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri”, **TCMB Ekonomi Notları**, 2010-1, 1-6.

\_\_\_\_\_ (2012), “Inflation Expectations and Central Bank Communication in Turkey”, **Central Bank Review**, 12, 1-10.

Berg, Claes (2000), “Inflation Forecast Targeting: The Swedish Experience”. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.7841&rep=rep1&type=pdf> (17.11.2013).

Berg, Claes ve diğerleri (2013), “Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges”, **Sveriges Riks Bank Economic Review**, 3, 4-28.

Bernanke, Ben S. ve Mishkin, Frederic S. (1992), “Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations From Six Industrialized Countries”, Olivier Jean Blanchard and Stanley Fischer (Ed.), **NBER Macroeconomics Annual**, Vol. 7 içinde (183-238), MIT Press.

\_\_\_\_\_ (1997), “Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?”, **NBER Working Paper Series**, 5893, 1-30.

\_\_\_\_\_ (2007), “Inflation Expectation and Inflation Forecasting?”, **Speech at the Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research Summer Institute**, Cambridge, Massachusetts, July 10.

Bernanke, Ben S. ve Woodford, Michael (1997), “Inflation Forecast and Monetary Policy”, **NBER Working Paper Series**, 6157, 1-66.

Bernanke, Ben ve diğlerleri (1999), **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, Princeton University Press.

Bevilaqua ve diğlerleri (2007), “Brazil:Taming Inflation Expectations”, **Central Bank of Brazil Working Paper Series**, 129, 1-39.

Blinder, Alan S. (1998), **Central Banking in Theory and Practice**, 1. Ed., Cambridge: The MIT Press.

\_\_\_\_\_ (1999), “Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?”, **NBER Working Paper Series**, 7161, 1-23.

Blinder, Alan S. ve diğlerleri (2008), "Central Bank Communication and Monetary Policy: a Survey of Theory and Evidence", **NBER Working Paper Series**, 13932, 1-73.

Binal Yılmaz, Canan (2012), **Türkiye’de Enflasyon Beklentilerini Belirleyen Makroekonomik Unsurlar**, Yayımlanmamış Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Borio, Claudio (2011), “Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?”, **Bank of International Settlements Working Papers**, 353, 1-17.

Castelnuovo, Efram ve diğlerleri (2003), “Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations”, **ECB Working Papers**, 273, 1-51.

Cecchetti, Stephen G. ve Ehrmann, Michael (1999), “Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers’ Preferences and Outcomes”, **NBER Working Paper Series**, 7426, 1-35.

Cecchetti, Stephen G. ve Krause, Stefan (2002), “Central Bank Structure, Policy Efficiency and Macroeconomic Performance: Exploring Empirical Relationships”, **Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis**, 84(4): 47-60.

Central Bank of Chile (2007), **Monetary Policy in an Inflation Targeting Framework**  
<http://www.bcentral.cl/eng/publications/policies/pdf/MonetaryPolicyInflationTargeting.pdf> (01.02.2014).

Cerisola, Martin ve Gelos, R. Gaston (2009), “What Drives Inflation Expectations in Brazil? An Emprical Analysis”, **Applied Economics**, 41, 1215-1227.

Chezch National Bank, **Inflation Targeting in the Czech Republic**  
[http://www.cnb.cz/en/monetary\\_policy/inflation\\_targeting.html](http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_targeting.html) (12.9.1013).

Çiçek, Serkan ve Alçın, Sinan (2010), “Kriz Sonrasında Para Politikasında Yeni Yaklaşım Önerisi: Esnek Enflasyon Hedeflemesi”, **Symposium of Restructuring the Economy After The Global Financial Crisis**, Erdek, Balıkesir, Turkey.

Çiçek ve diğerleri (2011), “Türkiye’de Enflasyon Beklentilerinin Çapalanması ve Güvenilirlik”, **İktisat İşletme ve Finans**, 26(304), 37-55.

Clark, Todd E. ve Davig, Troy (2008), “An Emprical Assesment of the Relationship Among Inflation and Short and Long Term Expectations”, **The Federal Reserve Bank of Kansas City Working Papers**, 05, 1-48.

Clark, Todd E. ve Nakata, Taisuke (2008), “Has the Behavior of Inflation and Long-Term Inflation Expectations Changed?”, **Economic Review**, 93(1), 17-49.

Demertzis, Maria ve Viegli, Nicola (2008), “Inflation Targets as Focal Points”, **International Journal of Central Banking**, 4(1), 55-87.

Demertzis, Maria ve diğerleri (2009), “Anchors for Inflation Expectations”, **De Nederlandsche Bank Working Papers**, 229, 1-20.

Drew, Aaron ve Orr, Adrian (1999), “The Reserve Bank’s Role in the Recent Business Cycle: Actions and Evolution”, **Reserve Bank of New Zealand Bulletin**, 62(1), 5-24.

- Erçel, Gazi (1999), “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, 9 Aralık. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram2/baskanmat5y.html> (12.06.2011)
- Erdem, Ekrem ve Kayhan, Selim (2010), “ The Taylor Rule in Estimating the Performance of Inflation Targeting Programs: The Case of Turkey” **International Trade and Finance Association 20th International Conference Working Papers**, 9, 1-25.
- Erdem, Ekrem ve diğerleri (2010), “The Macroeconomy and Turkish Agricultural Trade Balance with the EU countries: Panel ARDL Analysis”, **International Journal of Economic Perspectives**, 4(1), 371-79.
- Ermışoğlu, Ergun (2013), “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Bir Başarı Hikâyesi mi?” **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, 7(1), 31-58.
- Faust, Jon ve Svensson, Lars E.O. (2001), "Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals", **International Economic Review**, 42(2), 369-397.
- Faust, Jon ve Henderson, Dale W. (2004), “Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy?”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 86(4), 117-43.
- Fischer, Stanley (1993), “The Role of Macroeconomic Factors in Growth”, **NBER Working Paper Series**, 4565, 1-36.
- Federal Reserve Bank (2014), **Monetary Policy Report**, 11 February, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20140211\\_mprfullreport.pdf](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20140211_mprfullreport.pdf) (16.06.2014).
- Filho, Irineu de Carvalho (2011), “28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession” **MPRA**, 29100, 1-48.
- Friedman, Milton (1968), “The Role of Monetary Policy”, **The American Economic Review**, 58(1), 1-17.

- Friedman, Benjamin ve diğ erleri (1996), “A price Target for US Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets”, **Brookings Papers on Economic Activity**, 1, 77-146.
- Ftiti, Zied ve Hichri, Walid (2014) “The Price Stability Under Inflation Targeting Regime: An analysis with a New Intermediate Approach”, **Economic Modelling**, 38, 23-32.
- Fuhrer, Jeffrey C. (2011), “Inflation Persistence” **Handbook of Monetary Economics**, Benjamin M. Friedman, Michael Woodford (Ed.) Volume 3A *iç inde* (424-486), North Holland: Elsevier
- Gali, Jordi (2010), “The New-Keynesian Approach to Monetary Policy Analysis: Lessons and New Directions”, Volker Wieland (Ed.), **The Science and Practice of Monetary Policy Today**, *iç inde* (9-19), Germany: Springer.
- Galindo, Luis Miguel ve Ros, Galindo (2009), “Alternatives to Inflation Targeting in Mexico”, Gerald A. Epstein ve A. Erinç Yeldan (Ed.), **Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives**, *iç inde* (158-178), USA: Edward Elgar Publishing.
- Gaspar, Vitor ve diğ erleri (2010), “Is the Time Ripe for Price-Level Stability?”, Pierre L. Siklos, Martin T. Bohl, Mark E. Wohar (Ed.), **Challenges in Central Banking, the Current Institutional Environment and Forces Affecting Monetary Policy**, *iç inde* (21-51), New York: Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_ (2011) “Inflation Expectations, Adaptive Learning and Optimal Monetary Policy”, Benjamin M. Friedman, Michael Woodford (Ed.), **Handbook of Monetary Economics**, Volume 3B *iç inde* (1055-1095), North Holland: Elsevier.
- Gelos, Gaston ve Iriondo, Fernanda R. (2008). “The Inflation Process in Uruguay”, **IMF Country Report**, 46, 5-17.

- Geraats, Petra M. (2002), "Central Bank Transparency", **The Economic Journal**, 112, 532-565.
- Gonçalves, Carlos Eduardo S. ve Salles, João M. (2008), "Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do the Data Say?", **Journal of Development Economics**, 85(1), 312-318.
- Goodfriend, Marvin (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.
- Goodhart, Charles ve José, Viñals (1994), "Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes", Jeffrey Fuhrer (Ed.), **Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers**, içinde (139-194), USA: Federal Reserve Bank of Boston.
- Gould, David M. (1999), "Does the Choice of Nominal Anchor Matter?", **Federal Reserve Bank of Dallas Research Papers**, wp9914, 1-37.
- Greenspan, Alan (1989), "Statement by Alan Greenspan" **Board of Governors of the Federal Reserve System**, U.S.A House of Representatives, January 24. [http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/greenspan/Greenspan\\_19890124.pdf](http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/greenspan/Greenspan_19890124.pdf).(05.08.2011).
- Guerreo, Federico (2006), " Does Inflation Cause Poor Long Term Growth Performance?", **Japan and the World Economy**, 18, 72-89.
- Gürkaynak, Refet S. ve diğerleri (2003), "The Excess Sensitivity of Long-Term Interest Rates: Evidence and Implications for Macroeconomic Models" <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2003/200350/200350pap.pdf>(03.08.2011).

Hall, Robert E. ve Mankiw, N. Gregory (1993), “Nominal Income Targeting”, Gregory Mankiw (Ed.), **Monetary Policy**, içinde (71-94), USA: The University of Chicago Press.

Hammond, Gill ( 2012), “State of the Art of Inflation Targeting”, **Centre for Central Banking Studies**, 29, 1-47.

Im, Kyung So ve diğerleri (2003), “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels”, **Journal of Econometrics**, 115, 53-74.

IMF (1999), **Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles**, September 26, <http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/eng/code2e.pdf> (20.06.13).

Ito, Takatoshi (2010), “Monetary Policy and Financial Stability: Is Inflation Targeting Passé ?”, **Asian Development Bank Economics Working Paper Series**, 206, 1-18.

Jahan, Sarwat (2012), “Inflation Targeting: Holding the Line”, **Finance and Development**, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm> (01.06.13).

Jensen, Henrik (2002), “Optimal Degrees of Transparency in Monetary Policymaking”, **Scand. J. of Economics**, 104(3), 399–422.

Johnson, David R. (1997), “Expected Inflation in Canada 1988-1995: An Evaluation of Bank of Canada Credibility and the Effect of Inflation Targets”, **Canadian Public Policy/Analyse de Politiques**, 23(3), 233-258.

\_\_\_\_\_ (2002), “The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation: Evidence From an 11 Country Panel”, **Journal of Monetary Economics**, 49(8), 1521-1538.



- \_\_\_\_\_ (2003), “The Effect of Inflation Targets on the Level of Expected Inflation in Five Countries”, **The Review of Economics and Statistics**, 85(4), 1076-1081.
- Kahn, Brian (2009), “Challenges of Inflation Targeting for Emerging-Market Economies: The South African Case”, **Challenges for Monetary Policy-makers in Emerging Markets**, 123-150.
- Kartal, Fikret (2011), “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü” **Maliye Finans Yazıları**, 25(91), 77-100.
- Kim, Soyoun ve Park, Yung Chul (2006), “Inflation Targeting in Korea: A Model of Success?”, **BIS Papers**, 31, 140-164.
- King, Mervyn (1994), “Monetary policy in the UK”, **Fiscal Studies** 15(3), 109-28.
- \_\_\_\_\_ (1997), “Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice”, **Journal of Monetary Economics**, 39, 81-97.
- \_\_\_\_\_ (1999), “Challenges for Monetary Policy: New and Old” 1-57, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1999/s99king.pdf> (12.3.2011).
- Kohn, Donald L. (2005), “Comment on Marvin Goodfriend’s Inflation Targeting in United States?”, Ben S. Bernanke ve Michael Woodford (Ed.), **The Inflation Targeting Debate**, Vol.32 içinde (337-350), Chicago ve London: University of Chicago Press.
- Kuttner, Kenneth N. ve Posen, Adam S. (1999), “Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behavior”, **CFS Working Papers**, 04, 1-49.
- \_\_\_\_\_ (2011), “How Flexible Can Inflation Targeting Be and Still Work”, **Peterson Institute for International Economics Working Papers**, 11-15, 1-32.

- Kydland, Finn E. ve Prescott Edward C. (1977), “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, **The Journal of Political Economy**, 85(3), 473-492.
- Küçükkale, Yakup (2003), “İstikrar Politikalarının Sürdürülebilirliği Üzerine Bir Not: Tepkilerin Değişimi İstikrar Politikalarının Sürdürülebilirliğini Etkiler mi?” **VI. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu**, Gazi Üniversitesi, Ankara, 1-9.
- Lee, Kevin C. (1994), “Formation of Price and Cost Inflation Expectations in British Manufacturing Industries: A Multi-Sectoral Analysis”, **The Economic Journal**, 204(423), 372-385.
- Leeson, Robert (1994), “AWH Phillips MBE (military division)”, **The Economic Journal**, 104(424), 605-618.
- Levin Andrew T. ve diğerleri (2002), “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finitesample Properties”, **Journal of Econometrics**, 108, 1-24.
- \_\_\_\_\_ (2004), “The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting”, [http://www.researchgate.net/publication/5047331\\_The\\_macro-economic\\_effects\\_of\\_inflation\\_targeting/file/3deec519845864a2d6.pdf](http://www.researchgate.net/publication/5047331_The_macro-economic_effects_of_inflation_targeting/file/3deec519845864a2d6.pdf) (12.04.2011).
- Libich, Jan (2011), “Inflation Nutters? Modelling The Flexibility of Inflation Targeting”, **The B.E. Journal of Macroeconomics**, 11(1), 1-34.
- Lucas, Robert E. (1972), “Expectations and the Neutrality of Money”, **The Journal of Economic Theory**, 4, 103-124.
- Lyziak, Tomasz (2013), “Inflation Expectations in Poland, 2001-2013 Measurement and Macroeconomic Testing”, [http://www.nbp.pl/badania/seminaria\\_files/5xii2013-2.pdf](http://www.nbp.pl/badania/seminaria_files/5xii2013-2.pdf) (05.01.2014).

Mamun, Md. Al ve diğerleri (2013), "A Dynamic Panel Analysis of the Financial Determinants of CSR in Bangladeshi Banking Industry", **Asian Economic and Financial Review**, 3(5), 560-578.

McCallum, Bennett T. (2003a) "Inflation Targeting for the United States", [http://autism.claremontmckenna.edu/somc/2003\\_05/mccallum\\_0503.pdf](http://autism.claremontmckenna.edu/somc/2003_05/mccallum_0503.pdf)(04.05.11).

\_\_\_\_\_ (2003b), "Misconceptions Regarding Rules vs. Discretion for Monetary Policy", [http://www.leadershipreview.org/somc/2003\\_11/mccallum\\_11.pdf](http://www.leadershipreview.org/somc/2003_11/mccallum_11.pdf). (04.05.2011).

Martínez, Guillermo Ortiz (2008) "Inflation Targeting" **A Festschrift in Honour of David Dodge, Bank of Canada**, November, 85-103.

The Maastricht Treaty (1992), "Provisions Amending the Treaty Establishing the European Economic Community with A View to Establishing the European Community", Maastricht, 7 February 1992. <http://www.eurotreaties.com/maastrichtec.pdf> (24.06.13).

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

Mishkin, Frederic S. (1999), "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **NBER Working Paper Series**, 6965, 1-46.

\_\_\_\_\_ (2000a), "Issues in Inflation Targeting", **Based on speech at Bank of Canada Conference Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy**, Ottawa, Canada, June 8-9.

\_\_\_\_\_ (2000b), "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons From the Industrialized Countries" **Prepared for the Bank of Mexico Conference, "Stabilization and Monetary Policy: The International Experience**.

\_\_\_\_\_ (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).

\_\_\_\_\_ (2011), “Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis”, **NBER Working Paper Series**, 16755, 1-62.

Mishkin, S. Frederic ve Schimidt-Hebbel, Klaus (2001), “One Decate of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?” **NBER Working Paper Series**, 8397, 1-48.

National Bank of Serbia (2008), “Memorandum of the National Bank of Serbia on Setting Inflation Targets for the Period 2009–2011”, 22 December  
[http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/english/30/30\\_3/memorandum\\_ciljevi\\_2009\\_2011e.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/english/30/30_3/memorandum_ciljevi_2009_2011e.pdf) (03.08.2012).

New Zealand Reserve Bank (1990), **Policy Targets Agreement 1990**  
[http://www.rbnz.govt.nz/monetary\\_policy/policy\\_targets\\_agreement/0073109.html](http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/0073109.html)  
(02.04.2011).

\_\_\_\_\_ (2007), **Policy Targets Agreement 2007**,  
[http://www.rbnz.govt.nz/monetary\\_policy/policy\\_targets\\_agreement/3027051.html](http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/3027051.html)  
(02.04.2011).

\_\_\_\_\_ (2008), **Policy Targets Agreement 2008**  
[http://www.rbnz.govt.nz/monetary\\_policy/policy\\_targets\\_agreement/3517581.pdf](http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/3517581.pdf).  
(02.04.2011).

Oktar, Suat ve Dalyancı, Levent (2010), “Finasal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, 29(2), 1-22.

- \_\_\_\_\_ (2012), “Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, 32(1), 1-18.
- Özsoy, Tuğçe (27.03.2014), “Kırılgan 5’li Kırılacak mı?”, <http://www.bloomberght.com>.
- Özyurt, Hasan (2012), **Para Teorisi ve Politikası**, Geliştirilmiş 4. Baskı, Trabzon: Aksakal Kitap Evi
- Pesaran, M. Hashem ve diğerleri (1999), “Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels”, **Journal of the American Statistical Association**, 94(446), 621-634.
- Pétursson, Thórarinn G. (2004), “Formulation of Inflation Targeting Around the World”, **Monetary Bulletin** 2004/1, 57-84.
- Phelan, John, (2012), “Milton Friedman and the Rise and Fall of the Phillips Curve”, [http://www.thecommentator.com/article/1895/milton\\_friedman\\_and\\_the\\_rise\\_and\\_fall\\_of\\_the\\_phillips\\_curve/page/2](http://www.thecommentator.com/article/1895/milton_friedman_and_the_rise_and_fall_of_the_phillips_curve/page/2). (02.01.2013).
- Phillips, Alban 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.
- Riberio, Pinho (2010), “Nominal Anchors and the Role of Asset Prices”, **University of Glasgow**, 1, 1-8.
- Roger, Scott (2009), “Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges”, **IMF Working Papers**, 236, 1-31.
- \_\_\_\_\_ (2010), “Inflation Targeting Turns 20”, **Finance and Development**, 47(1), 46-49.

- Roger, Scott ve Stone, Mark (2005), “ On Target? International Experience with Achieving Inflation Targets”, **IMF Working Papers**, 163, 1-66.
- Rogoff, Kenneth (1985), “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, **The Quarterly Journal of Economics**, 1169-1189.
- Schmidt-Hebbel, Klaus ve Tapia, Matías (2002), "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation-Targeting Countries." **Central Bank of Chile Working Papers**, 166, 1-78.
- Sherwin, Murray (2000), “Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience”, Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, ve Sergio Werlang (Ed.), **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, *içinde* (15-27), Washington: IMF.
- Siklos, Pierre L. (2010a), “Inflation Targeting: It’s Not Broke, It Doesn’t Need Fixing, But Can It Survive?”, **Journal of International Commerce, Economics and Policy**, 1(1), 59-80.
- \_\_\_\_\_ (2010b), “Central Bank Transparency: Another Look”, **CAMA Working Papers**, 2010, 1-15.
- Simons, Henry C. (1936), “Rules Versus Authorities in Monetary Policy”, **The Journal of Political Economy**, 44(1), 1-30.
- Sims, Christopher A. ( 2004), “Limits to Inflation Targeting”, Ben S. Bernanke ve Michael Woodford (Ed.), **The Inflation Targeting Debate**, Volume 32 *içinde* (283-309), USA: University of Chicago Press.
- Svensson, Lars E. O. (1995), “Optimal Inflation Targets, ‘Conservative’ Central Banks, and Linear Inflation Contracts”, **Working Paper Series**, 5251, 1-39.
- \_\_\_\_\_ (1997), “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, **European Economic Review**, 41, 1111–1146.

- \_\_\_\_\_ (1999a), “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, **Journal of Monetary Economics**, 43(3), 607-654.
- \_\_\_\_\_ (1999b), “Inflation Targeting: Some Extensions”, **The Scandinavian Journal of Economics**, 101(3), 337-361.
- \_\_\_\_\_ (2000) “Open-Economy Inflation Targeting”, **Journal of International Economics**, 50(1), 155-183.
- \_\_\_\_\_ (2001), “Independent Review of the Operation of Monetary Policy of New Zealand”, **Report to the Minister of Finance**, 1-78.
- \_\_\_\_\_ (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**, Version 1.2 içinde (1-18).
- \_\_\_\_\_ (2007), “Inflation Targeting”, **CEPS Working Papers**, 144, 1-5.
- \_\_\_\_\_ (2009a), “What Have Economists Learned About Monetary Policy Over The Past Fifty Years?”, The Deutsche Bundesbank (Ed.), **Monetary Policy Over Fifty Years; Experiences and Lessons**, içinde (51-59), Taylor & Francis e-Library.
- \_\_\_\_\_ (2009b), “Flexible Inflation Targeting: Lessons From the Financial Crisis”, **Speech De Nederlandsche Bank**, Amsterdam.
- \_\_\_\_\_ (2010), “Inflation Targeting”, **NBER Working Paper Series**, 16654, 1-76.

- \_\_\_\_\_ (2013), “Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting”, [www.norges-bank.no/pages/94228/Svensson\\_paper.pdf](http://www.norges-bank.no/pages/94228/Svensson_paper.pdf) (13.12.2013).
- Svensson, Lars EO ve Woodford, Michael (2004), “Implementing Optimal Policy Through Inflation-Forecast Targetin”, Ben S. Bernanke ve Michael Woodford (Ed.), **The Inflation Targeting Debate**, Volume 32 içinde (19-92), USA: University of Chicago Press.
- Stiglitz, Joseph E. (2012), “The Failure of Inflation Targeting”, <http://www.economics.utoronto.ca/gindart/Stiglitz%209%20The%20Failure%20of%20Inflation%20Targeting.pdf> (01.05.2013).
- Tanuwidjaja, Enrico ve Choy, Keen Meng (2006), “Central Bank Credibility and Monetary Policy in Indonesia”, **Journal of Policy Modelling**, 28, 1011-1022.
- Taylor, Jonh B. (1993), “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, 39, 195-214.
- \_\_\_\_\_ (1998), “Applying Academic Research on Monetary Policy Rules: An Exercise in Translational Economics”, **The Manchester School**, 66, 1–16.
- \_\_\_\_\_ (1999), “The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank”, **Journal of Monetary Economics**, 43(3), 655-679.
- TCMB (2001), **Basın Duyurusu**, 2001/39, 8 Ağustos. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2001-39.html> (07.08.2011).
- \_\_\_\_\_ (2005), **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, 56. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.pdf> (07.08.2011).



\_\_\_\_\_ (2007), **Açık Mektup**, 2007-03, Ankara, 22 Ocak.  
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2007/DUY2007-03.pdf> (07.08.2011).

\_\_\_\_\_ (2008), **Açık Mektup**, 2008-24 Ankara, 3 Haziran.  
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/DUY2008-24.pdf> (07.08.2011).

Thornton, Daniel L. (2012), “How Did We Get Inflation Targeting and Where Do We to Go to Now? A Perspective from the U.S. Experience”, **Review** 94(1), 65-82.

Truman, Edwin M. (2003), **Inflation Targeting in The World Economy**, 1. Ed., ABD: Institute for International Economics.

Tuladhar, Anita (2005), “Governance Structures and Decision-Making Roles in Inflation Targeting Central Banks”, **IMF Working Papers**, 183, 1-26.

Ueda, Kozo (2010), “Determinants of Households’ Inflation Expectations in Japan and the United States”, **Journal of The Japanese and International Economies**, 24, 503-518.

Uslu, Emrah (2012), **Reel Kurun Denge Değerinden Sapmasında Balassa-Samuelson Etkisi: Türkiye Örneği**, Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Valdes, Rodrigo (2007), “Inflation Targeting in Chile: Experience and Selected Issues”, **Economic Policy Papers**, 22, 1-23.

Walsh, Carl E. (2007), “The Contribution of Theory to Practice in Monetary Policy: Recent Developments”, European Central Bank (Ed.), **Monetary Policy-a Journey from Theory to Practice**, içinde (142-159), Frankfurt.

\_\_\_\_\_ (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.

Wheelock, David C. (1991), **The Strategy and Consistency of Federal Reserve Monetary Policy 1924-1933**, Cambridge University Press, Cambridge.

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

Wimanda, Rizki E. ve diğerkleri (2011), “Expectations and The Inertia of Inflation: The Case of Indonesia”, **Journal of Policy Modelling**, 33, 426-438.

Woodford, Michael (2003), **Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy**, Princeton University Press.

\_\_\_\_\_ (2007), “The Case for Inflation Targeting as a Monetary Policy Strategy”, **The Journal of Economic Perspectives**, 21(4), 3-24.

Yapraklı, Sevda ve Kaplan, Fatih (2012), “Türkiye’de Uygulanan Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Başarısı Üzerine Ekonometrik Bir Değerlendirme”, **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 30( 2), 185-208.

Bank of Chile, <http://www.bcentral.cl>

Bank of Czech, <http://www.cnb.cz/en/>

Bank of New Zealand, <http://www.rbnz.govt.nz/>

TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/>

Bank of Korea, <http://www.bok.or.kr/eng/engMain.action>

Bank of Israel, <http://www.boi.org.il/>

Bank of Brazil, <http://www.bcb.gov.br/?english>

Bank of the Republic of Colombia, <http://www.banrep.gov.co/>

South African Reserve Bank, <http://www.resbank.co.za/>

Bank of Thailand, <http://www.bot.or.th/>

Central Bank of Hungary, <http://english.mnb.hu/>

Bank of Mexico, <http://www.banxico.org.mx/>

Central Bank of Iceland, <http://www.sedlabanki.is/>

Central Bank of Norway, <http://www.norges-bank.no/>  
Central Reserve Bank of Peru, <http://www.bcrp.gob.pe/>  
Central Bank of the Phillipines, <http://www.bsp.gov.ph/>  
Bank of Guatemala, <http://www.banguat.gob.gt/>  
Bank Indonesia, <http://www.bi.go.id/web/en>  
National Bank of Serbia, <http://www.nbs.rs/internet/english/>  
Bank of Ghana, <http://www.bog.gov.gh/>  
Bank of Albania, <http://www.bankofalbania.org/>  
Bank of USA, <http://www.federalreserve.gov/>  
Bank of Japan, <http://www.boj.or.jp/en/>  
National Bank of Romania, <http://www.bnro.ro/Home.aspx>  
<http://www.iadb.org/en/research-and-data/revela,7104.html>  
[http://www.iadb.org/en/research-and-data/publications-list,3183.html?pub\\_type\\_id=MAC](http://www.iadb.org/en/research-and-data/publications-list,3183.html?pub_type_id=MAC)  
<http://www.ekodialog.com>  
<http://www.morganstanleyfa.com>.  
[www.focus-economics.com/en/economy/](http://www.focus-economics.com/en/economy/)  
<http://www.mahfiegilmez.com>

## ÖZGEÇMİŞ

Aslı GÜLER, 28.09.1982 tarihinde Samsun'da doğdu. İlk ve orta öğrenimini İstanbul'da tamamladı. 2004 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi (KTÜ) İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye bölümünden, 2008 yılında KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü (SBE) İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans programından mezun oldu. 2008-2009 öğretim yılında SBE İktisat Anabilim Dalı Doktora Programına başladı. 2005 yılında KTÜ SBE İktisat Anabilim Dalı'na Araştırma Görevlisi olarak atanan GÜLER, yabancı dil olarak İngilizce bilmektedir.