

PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ



EFİL YAYINEVİ

PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

Frederic S. Mishkin

Çeviri Editörleri

Prof. Dr. Ömer Faruk Çolak

Alparslan Zengin

Bölüm	Çevirenler
1	Doç. Dr. Doğan Uysal (Celal Bayar Üniversitesi) Dr. Şerife Şahin (Necmettin Erbakan Üniversitesi)
2	Prof. Dr. Salih Barışık (Gaziosmanpaşa Üniversitesi)
3, 4	Prof. Dr. Necat Coşkun (Gazi Üniversitesi)
5	Arş. Gör. N. Hande Sevgi (Gazi Üniversitesi)
6, 7, 8	Yrd. Doç. Dr. Orçun Sakarya (Atılım Üniversitesi)
9	Burcu Aksu
10	Dr. Cenap Mengü Tunçay (Gazi Üniversitesi)
11, 12, 13, 14	Yrd. Doç. Dr. Nazende Özkaramete Coşkun (Bilkent Üniversitesi)
15	Hüseyin Cemal Sönmez
16	Araş. Gör. Aslı Önay Akçay (Dokuz Eylül Üniversitesi) Prof. Dr. Utku Utkulu (Dokuz Eylül Üniversitesi)
17, 18	Doç. Dr. Bora Süslü (Muğla Üniversitesi)
19	Doç. Dr. Ahmet Beşkaya (Turgut Özal Üniversitesi) Yrd. Doç. Dr. Lamiha Gün (Turgut Özal Üniversitesi)

PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

Genel Yayın Nu.: 182

ISBN: 978-605-4579-51-8

1. Basım Mart 2014

Monetary Policy Strategy

Frederic S. Mishkin

©2007 Massachusetts Institute of Technology

EFLATUN Basım Dağıtım Yayıncılık Danışmanlık Yatırım ve Tic. Ltd. Şti.©2014

Efil©2014

Bu kitabın tüm hakları saklıdır.

Herhangi bir şekil ya da yöntemle çoğaltılamaz.

Sertifika Nu.: 12131

Sayfa ve Kapağı Düzenleyen: Türkan Sarı

Baskı ve Cilt: Ayrıntı Basım Yayın ve Matbaacılık Hizmetleri San. Tic. Ltd. Şti.

Tel: (+90) 312 394 55 90

Sertifika Nu.: 13987



EFİL YAYINEVİ

EFLATUN Basım Dağıtım Yayıncılık Dan. Yat. ve Tic. Ltd. Şti.

Vedaat Dalokay Caddesi, Ulubey Sokak, No: 6/2, GOP,

Çankaya/Ankara, Türkiye

Tel : (+90) 312 442 52 10

GSM : (+90) 541 232 00 96

Faks : (+90) 312 442 52 12

www.efilyayinevi.com

Laura ve Matthew'e

İçindekiler

Önsöz	ix
1	Buraya Nasıl Geldik? 1
	Frederic S. Mishkin 1
I	PARA POLİTİKASININ YÜRÜTÜLMESİNDE TEMEL KONULAR 31
2	Merkez Bankaları Ne Yapmalı? 39
	Frederic S. Mishkin 39
3	Para Politikasında Aktarım Mekanizması ve Varlık Fiyatlarının Rolü 61
	Frederic S. Mishkin 61
4	Para Politikasının Yürütülmesinde Çıktı İstikrarının Rolü 78
	Frederic S. Mishkin 78
5	Merkez Bankası Şeffaflığı Daha İleri Gidebilir mi? 93
	Frederic S. Mishkin 93
6	Parasal Büyüklüklerin Para Politikasının Yürütülmesi Sırasında Rolü Var mıdır? 114
	Arturo Estrella ve Frederic S. Mishkin 114
7	NAIRU'nun Para Politikasındaki Rolünün Yeniden Düşünülmesi: Model Formülasyonu ve Belirsizlik Uygulamaları 139
	Arturo Estrella ve Frederic S. Mishkin 139
II	GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ 167
8	Para Politikası Stratejisi ve Merkez Bankası Davranışı: Altı Sanayileşmiş Ülkeden Gözlemler 173
	Ben Bernanke ve Frederic S. Mishkin 173
9	Enflasyon Hedeflemesi: Para Politikası İçin Yeni Bir Çerçeve mi? 219
	Ben Bernanke ve Frederic S. Mishkin 219
10	Farklı Para Politikaları Rejimleriyle Uluslararası Deneyimler 241
	Frederic S. Mishkin 241
11	Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesini Neden Benimsemelidir? 269
	Frederic S. Mishkin 269

III	YÜKSELEN EKONOMİLERDE VE GEÇİŞ EKONOMİLERİNDE PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ	281
12	Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Enflasyon Hedeflemesi	288
	Frederic S. Mishkin	288
13	Latin Amerika Para Politikası Stratejileri	297
	Frederic S. Mishkin ve Miguel A. Savastano	297
14	Yükselen Piyasa Ekonomileri İçin Para Politikası Stratejileri: Latin Amerika'dan Dersler	331
	Frederic S. Mishkin ve Miguel Savastano	331
15	Geçiş Ekonomilerinde Enflasyon Hedeflemesi: Deneyim ve Beklentiler	371
	Jiri Jonas ve Frederic S. Mishkin	371
16	Dünyada Enflasyon Hedeflemesinin On Yılı: Ne Biliyoruz ve Ne Bilmemiz Gerekliyor?	439
	Frederic S. Mishkin ve Klaus Schmidt-Hebbel	439
17	Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Döviz Kuru Endekslemesinin Tehlikeleri	484
	Frederic S. Mishkin	484
18	Yükselen Piyasa Ekonomileri İçin Döviz Kuru Rejimlerinin Serabı	503
	Guillermo A. Calvo and Frederic S. Mishkin	503
IV	NELER ÖĞRENDİK?	523
19	Para Politikası Hakkında Bilmek İsteddiğiniz, Fakat Sormaya Korktuğunuz Her Şey	526
	Frederic S. Mishkin	526
	Kaynaklar	581
	Dizin	583

Önsöz

Babam II. Dünya Savaşı'nda Avrupa'da savaşmış olmasına rağmen onun hayatındaki en önemli olay Büyük Buhran'dı. Onun savaşla ilgili hikayeleriyle bizi eğlendirmesini beklediğim (ve umut ettiğim) zamanlar babam bunun yerine bize, 1930'lardaki yaşamdan ve ekonomideki çöküşün ona ve ailesine nasıl zarar verdiğinden bahsedirdi. Benim iktisatçı olmama yol açan ise onun bu yaşadıklarıdır. Babamın hikâyeleri, ekonomideki durumun insanların yaşamları üzerindeki etkisinin ne denli büyük olduğunu anlamamı sağladı ve daha iyi politikaların ekonominin genelinde iyi neticelere nasıl yol açabileceğini kavramak istedim.

1972 yılında MIT'de lisansüstü dersler almaya başladığım zaman (doktora programı aslında MIT'de lisans eğitimimin son yılında iken başladı ve sonrasında resmi olarak 1973'te devam etti), Stanley Fischer ve Franco Modigliani gibi para ekonomisi alanındaki iki muhteşem hocanın etkisinde kaldım. Hocalarımın her ikisi de, para politikasının makroekonominin sağlıklı oluşunda kilit rol oynadığını görmemi sağladı ve bu fikre saplanıp kaldım: Artık para iktisatçısı olacağımı biliyordum. Stan'ın para iktisatçısı olma konusunda ciddi isek okumamız gerektiğini söyleyerek öğrencilerini cesaretlendirdiği ve bu yüzden yatmadan önce okumak zorunda kaldığımız Milton Friedman ve Anna Schwartz'ın *A Monetary History of United States* isimli eserleri, düşünce dünyama en büyük akademik katkıyı yaptı. İtaatkâr bir öğrenci olarak Stan'ın tavsiyesine uydum ve kitabın esiri olmuştum. Friedman ve Schwartz bu kitapta, kötü para politikalarının sorunlara yol açacağını açıkça ifade etmekteydiler. Ayrıca para politikasının ekonomi için önemini göstermek amacıyla tarihsel örnekler vermeleri, bu kitapta tartışılan pek çok iktisadi konunun çoğunluğunda da olduğu gibi, bir araştırma aracı olarak vaka incelemelerini kullanmama vesile olmuştur.

Düşünce dünyamın altyapısı nedeniyle akademik araştırmalarım, para politikası eksenli konular üzerine yoğunlaştı. Ancak 1994-1997

yılları arasında New York Federal Merkez Bankasının idari başkan vekili ve araştırma müdürü olmamın ardından, araştırmalarım daha çok uygulamaya dönük oldu ve para politikası öncülüğündeki stratejiler üzerine daha yoğun bir şekilde yazmaya başladım. Bu eser, benim bu konudaki son on yıllık çalışmalarımın bir derlemesidir.

Kitabın giriş bölümü, çalışmalarımın etkilendiğim iktisadi fikirlerin entelektüel ortamını ve tarihini ana hatlarıyla açıklamaktadır. Birinci kısımda “Para Politikasının Uygulanmasındaki Temel Konular”, ikinci kısımda “Gelişmiş Ekonomilerde Para Politikası Stratejileri”, üçüncü kısımda “Yükselen Piyasalar ve Geçiş Ekonomilerinde Para Politikası Stratejileri” ve son kısımda ise “Ne Öğrendik?” başlıklı her bölüm, bu bölümlerin nasıl yazıldığı ve birbiriyle bütünleştiğini açıklayan özetlerinin verildiği kısa bir girişle başlamaktadır. Kitabın son kısmında ise geçtiğimiz 25-30 yıllık süreçte para politikası hakkında öğrendiklerimizin özetlenerek toparlanmaya çalışıldığı sonuç bölümü bulunmaktadır.

Yıllar boyunca para politikası konuları üzerine düşünmemi teşvik eden birçok insana müteşekkirim. Bu kitabın pek çok bölümünde ortak yazarlık yaptığım Ben Bernanke, Guillermo Calvo, Arturo Estrella, Jiri Jonas, Miguel Savastano ve Klaus Schmidt-Hebbel yanında her bir bölümde kendilerine ayrıca teşekkür edilen yorumculara da müteşekkirim. Aynı zamanda New York Federal Merkez Bankasında iken Peter Fisher ve William McDonough ile yaptığım görüşmeler yanında, Michael Woodford ve Lars Svensson ile para politikası stratejileri konusunda yıllar boyu yaptığım çok sayıdaki son derece verimli sohbetlerden de büyük yarar sağladım. Onlardan pek çok şey öğrendim. Kitapta belirtilen görüşlerin Columbia Üniversitesi, Ulusal Ekonomik Araştırmalar Merkezi (NBER) veya her bir bölümde teşekkür edilen kişilere değil yalnızca bana ait olduğunu hatırdan çıkarmayınız.

Aynı zamanda MIT Press editörü Elizabeth Murry’e bu kitabın nasıl şekillendirilmesi gerektiğiyle ilgili olarak yaptığı değerli katkılarından dolayı müteşekkirim. Ve son olarak mükemmel aileme teşekkür etmek istiyorum: Evliliğimizin asla sıkıcı olmamasını sağlayan eşim Sally’e ve sürekli beni güldüren ve hayatı serüvene dönüştürmeme yardım eden çocuklarım Laura ve Matthew’e de teşekkür ederim.

1 Buraya Nasıl Geldik?

Frederic S. Mishkin

Geçtiğimiz 30 yıl, para politikasının uygulanmasında olağandışı dönüşümlere sahne olmuştur. 1970’li yıllarda ABD’nin de içinde olduğu pek çok ülkede enflasyon oranları iki haneli rakamlara ulaşarak çok yüksek seviyelere yükselmişti. Günümüzde neredeyse dünya daki tüm ülkelerde enflasyon oranlarının düşük seviyede kaldığı bir ortam mevcuttur. 223 ülkenin 149’unda yıllık enflasyon oranları %5’e eşit veya daha az iken, 193’ünde %10’a eşit veya daha azdır.¹ Peki para politikasının uygulanma stratejileri enflasyonun dizginlenmesinde başarılı olmak için niçin ve nasıl değişime uğramıştır?

İlerleyen bölümlerden elde edilen yanıtlar, neredeyse tüm ülkelerde para otoritelerinin ve hükümetlerin şu görüşleri kabul ettiklerine işaret etmektedir: 1) Uzun dönemde çıktı (istihdam) ve enflasyon arasında bir değiş tokuş yoktur; 2) Beklentiler, para politikasının sonuçları için önemlidir; 3) Enflasyonun yüksek maliyetleri vardır; 4) Para politikaları zamansal tutarsızlık sorunuyla karşı karşıyadır; 5) Başarılı para politikaları için merkez bankasının bağımsızlığına ihtiyaç vardır; 6) Güçlü nominal çıpa, başarılı para politikası sonuçları elde etmek için önemlidir. Ancak merkez bankacılarının günümüzde tasdik ettiği bu liste, para politikası yapıcılar için bir başlangıç noktası değildir. 1960’larda merkez bankacıları çok kötü para politikası sonuçları ortaya koyan oldukça farklı bir dünya görüşüne sahiplerdi.

1.1 1960’larda Merkez Bankacılığı

1960’lar özellikle ABD’de yıllık enflasyon oranlarının %1’in biraz üzerinde seyrettiği nispeten ılımlı bir enflasyonist ortamla başladı. (Enflasyon oranları 1960 yılında %4’ün altında seyretmekle birlikte Almanya, Fransa, Japonya ve İngiltere gibi ülkelerde yüksek seviyeydi). ABD Merkez Bankası ve diğer bazı merkez bankaları, nominal faiz oranları, merkez bankasından banka borçlanmaları ve serbest rezerv (aşırı rezervler eksi borçlanma) değişkenleri gibi “para politikası koşulları” üzerine odaklanmaktaydılar.² Diğer yandan 1930’lardaki

Büyük Buhranın ardından iktisadi açıklamalar, bu bunalımı ekonomideki negatif şoklar nedeniyle politika etkinsizliğinin doğrudan sonucu olarak gören John Maynard Keynes'in takipçileri olan Keynesyenler tarafından biçimlenmeye başladı. Bu durum iktisatçıların Keynesyen makroekonomik modelleri kullanarak maksimum istihdamın önemsiz seviyede bir enflasyonist sonuç yaratarak ekonomide ince ayar yapacağını iddia ettiği politika etkinliği dönemini beraberinde getirmiştir. Bu koşullar benim 1969'da lisans öğrenimimde ilk kez ekonomi çalışmalarına başladığım zaman etkisinde kaldığım entelektüel düşünce ortamıdır.

1960'da her ikisi de MIT'de profesör olan Paul Samuelson ve Robert Solow, A. W. Phillips'in geliştirdiği ve işsizlik ve enflasyon oranları arasında uzun dönemde bir değiş tokuşun var olduğu ve bu değiş tokuştan faydalanılması gerektiğini iddia ettiği ayrıca Phillips eğrisi olarak da tanınmaya başlayan çalışmayı tetkik ettikleri bildirimleri, döneminde tesiri olan ünlü bir eserdir.³ Samuelson ve Solow hatta yüzde 3'lük bir işsizlik oranı hedefine, onların düşük olduğunu düşündükleri yıllık yüzde 4-5'lik enflasyon oranında ulaşılabileceğinden bahsetmişlerdir. Yalnızca Samuelson ve Solow tarafından değil aynı zamanda daha sonraları etkin olan Keynesyen iktisatçılar tarafından da kabul gören bu görüş, ekonominin tam istihdama taşınması için parasal ve mali politikada etkinlik artışına yol açmıştır. Ancak ekonomik kayıtlardan elde edilen sonuçlar ise mutluluk verici değildir: işsizlik oranları 1950'lerdeki seviyesinden daha da kötüleşirken ABD ve diğer sanayileşmiş ülkelerdeki enflasyon oranları 1970'lerde %10'un üzerine tırmanarak "büyük enflasyon" olarak isimlendirilen olguya yol açmıştır.

1.1.1 Çıktı (İstihdam) ve Enflasyon Arasında Uzun Dönemli Bir Değiş Tokuş Yoktur

Milton Friedman'ın öncülüğünü yaptığı parasalcılar, politika etkinliğine yönelik ilk görüş bildirenler olmuştur. Milton Friedman, 1963 yılındaki ünlü yazı dizisinde, para arzının artış oranlarındaki dalgalanmaların ekonomik dalgalanmaları ve enflasyon oranlarını nominal faiz oranlarından daha iyi açıklayacağını belirtmiştir.⁴ Karl Brunner ve Allan Meltzer parlamentodaki ifadelerinde para politikasını yönlendirmede para politikası koşullarının kullanımını eleştirmişler ve parasal büyüklükleri hedeflemenin daha iyi politika sonuçları vereceğini iddia etmişlerdir.⁵ Amerikan Ekonomik Birliği'nin (American Economic Association) 1968'deki ünlü başkanlık konuşmasında Milton Friedman, Edmund Phelps ile birlikte işsizlik ve enflasyon oranları arasında uzun dönemli bir değiş tokuşun olmayacağını iddia etmişlerdir: bunun yerine ekonomi, uzun dönemde doğal işsizlik oranına yönelecek ve enflasyon oranlarının

ne seviyede olduğunun bir öneminin olmayacaktır.⁶ Diğer bir ifadeyle uzun dönemli Phillips eğrisi dikey konumda olacak ve işsizlik oranının doğal işsizlik seviyesinin altına düşürülmeye çalışılması ancak yüksek enflasyon sonucu ortaya çıkabilecektir. Parasalcılar, para politikasının enflasyonu kontrol altında tutmaya odaklanması gerektiğini ifade etmektedirler ve bunu yapmanın en iyi yolunun ise para arzındaki artışın istikrarlı olmasıyla sağlanabileceğini belirtmektedirler.

1.2 1970'lerde Merkez Bankacılığı

Parasalcılar, merkez bankalarının enflasyonu ve para arzındaki artış kontrol etmeye daha çok odaklanmalarını sağlamada ilk başlarda başarılı olamamışlardır. 1970'lerin başlarında Phillips eğrisinin parametre tahminleri, uzun dönemli Phillips eğrisinin dikey eksene paralel olduğunu destekler nitelikte değildir. Aynı zamanda iktisatçılar ve politika yapımcıları da beklentilerin para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri için ne derecede önemli olduğunu tamamen anlayabilmiş değillerdir, ancak bunun anlaşılması, Friedman-Phelps'in doğal işsizlik oranı hipotezini çabucak kanıksanmasına yol açacaktır. Aynı zamanda doğal işsizlik oranı tahminlerinin çok düşük seviyede olmamasının cari işsizlik oranlarında enflasyonun artışını öngörmesi, parasal politikalarının gereğinden fazla genişletilmesinden değil işsizlik oranlarının özel faktörlerin sonucu olarak oluştuğu anlamı taşımaktadır.⁷

1.2.1 Rasyonel Beklentiler Devrimi

1970'lerin ilk yıllarında başlayan Robert Lucas'ın bir dizi çalışmasında, kamu ve piyasaların politika etkinliğine ilişkin beklentilerinin ekonominin neredeyse tüm sektörlerinde önemli etkileri olduğunu iddia eden rasyonel beklentiler devrimi başlamıştır.⁸ Rasyonel beklentiler teorisi, doğal işsizlik oranının altına inmeye çalışmanın yalnızca enflasyon oranlarında yükselişe yol açacağını ve çıktı ve istihdam seviyelerinde herhangi bir değişim yaratmayacağını ifade ederek işsizlik ve enflasyon arasında uzun dönemli değiş tokuşun neden ortaya çıkmayacağına kısaca açıklama getirmektedir. Doğrusunu söylemek gerekirse rasyonel beklentilerin ücret ve fiyatların oldukça esnek olduğunu kabul etmesi, para politikasının önceden öngörülebildiği durumlarda çıktı üzerinde bir etkisi olmayacağını, yalnızca para politikasının öngörülemediği durumlarda önemli etkiler yaratacağını belirten bir *politika etkisizliği önerisi* idi. Milton Friedman tarafından önerilen sabit bir para artış oranı kadar geri bildirimli diğer deterministik politika kuralları da politika etkisizliği teoreminin bir uzantısıdır.⁹ Keynesyen iktisatçılar tarafından savunulan politika etkinliğinin tek sonucu, daha yüksek ve değişken enflasyon oranları olacaktır. Politika etkisizliği öngörüsüne yönelik bulgular zayıf