

Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi*

Bengül Gülümser KAYTANCI
Yrd. Doç. Dr., Anadolu Üniversitesi, İİBF
İktisat Bölümü
bgkaytanci@anadolu.edu.tr

I. Giriş

Bu çalışmada merkez bankasının para politikası stratejilerini, duruma veya açıkça belirlenmiş bir kurala dayalı olarak mı yürütmesi gerektiği sorusuna cevap aranmıştır. Çalışmamızda, merkez bankalarının uyguladıkları politikaların tahmin edilebilmesine olanak sağladığı için para politikalarının kurala dayalı olarak yürütülmesi gereği ortaya konulmuştur.

Politika kuralları, para politikasını yürütenlerin kendi yargılarına göre karar almalarnı engellemektedir. Merkez bankalarınca yürütülen para politikasının daha fazla tahmin edilebilir kılınması, ekonomik birimleri politika sürprizlerine karşı kendilerini garantiye almak zorunda bırakmamakta ve politika uygulamalarının topluma yansiyacak maliyetini azaltabilmektedir. Para otoritelerinin kendi yargılarına göre davranma serbestisinin bulunduğu duruma göre para politikası uygulamalarının ise, merkez bankası politikalarının tahmin edilebilirliğini engellemesi nedeniyle ekonomik birimlerin karar almalarnı zorlaştırdığına ve bunun ise optimal olmayan ekonomik gelişmeye yol açtığına inanılmaktadır.

Politika kurallarının duruma göre politikalara karşı önemli üstünlükleri olduğu konusunda yeterince fikir birliği sağlanmasına rağmen, hangi politika kuralının en iyi olduğu belirsiz bir konudur. Bu belirsizliğe rağmen, iyi bir politika kuralının etkili ve uygulanabilir olması gereği tartışma götürmemektedir. Çünkü etkili ve uygulanabilir politika kuralları aracılığıyla merkez bankaları izledikleri politikalarda esnek olabilmekte ve kuralları yol göstericiliğinden yararlanabilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, duruma ve kurala göre politikalar incelenmiş ve neden para politikası uygulamalarının bir kural çerçevesinde yürütülmesi gereği üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde, son yıllarda para politikası kuralları ile ilgili literatüre önemli katkıda bulunduğu düşünülen, Taylor'un basit faiz oranı kuralı, parasal durum indeksi aracına göre oluşturulan kural ayrıntılı olarak incelenmiştir.

* Bu çalışma yazar tarafından Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'nda "Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003)" ismiyle tamamlanarak Eylül 2005 tarihinde savunulan doktora tezinden üretilmiştir.

2. Kurala Göre veya Duruma Göre Politikalar

Son zamanlarda, makro iktisat alanında yapılan araştırmalarda politika kuralları yoğun olarak incelenen konuların başında gelmektedir. Bu araştırmalarda, tercih edilen politika kurallarının (örneğin para arzının sabit bir hızla artırılması gibi) uygulanmasında, kesin ve belirli kuralların izlenmesinin zorunlu olmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında politika kuralı, para politikası araçlarının katı ya da mekanik bir şekilde belirlenmesi anlamına gelmemektedir. Tersine, son zamanlarda para politikası kurallarının politika uygulayanlar için yol gösterici olarak kullanılması ve politika kuralı uygularken bazen ekonominin durumuna göre de tedbirlerin alınmasına ihtiyaç duyulabileceğinin göz önüne alınması önerilmektedir.¹ Politika belirlenirken bazı kuralların izlenmesi veya bunların duruma göre belirlenmesi biçiminde iki ayrı noktada tartışmalar yapılmaktadır. Politikaların kurala göre belirlenmesi yerine duruma göre belirlenmesi gerektiğini savunanlar da vardır (Taylor, 1993: 196-197).

Duruma göre politika uygulamaları altında para otoriteleri kendi yargılarına göre davranmakta serbesttirler. Örneğin, eğer yasalar merkez bankasına ekonomik büyümeyi sağlama görevi ve bu amaca ulaşmada kullanabilecekleri araçları belirleme yetkisi veriyorsa, merkez bankası duruma göre politikalar yürütebilecektir (Dwyer, 1993: 4).

Kural, tahmin edilebilir ve tutarlı bir şekilde bilgiyi kullanmada sistematik bir karar sürecinden başka bir şey değildir. Bu bağlamda para politikası kuralı, merkez bankası tarafından yürütülen para politikasının bu tip prensiplere bağlanmasıdır (Poole, 1999: 3).

Kurala uygun politikalar yürütülürken, para otoritelerinin kendi yargılarına göre politikalar yürütmeleri üzerinde sınırlamalar vardır. Kural, para otoritelerinin hareketlerini sınırlamayı ve para otoriteleri üzerindeki kontrolü içermektedir. Kurallar para otoriteleri tarafından alınan kararları direkt olarak sınırlayabilir. Örneğin, para otoritelerinin parasal tabanı sabit bir düzeyde tutacağı şeklinde basit bir kural olabilir. Bu durumun açıkça para otoritelerinin kendi yargılarına göre davranmalarını sınırlayacağı görülmektedir. Politika kuralının yukarıda söz edilen kadar basit olması gerekmez. Kurallar para otoriteleri tarafından izlenen amaçları sınırlamak için oluşturulabilir (Dwyer, 1993: 4).

Tumovsky (1997: 351)¹ ye göre para otoriteleri her bir dönemde o an için en iyi sonuç verecek araçları seçerek politikalarını oluşturmalıdır. Bu görüşe göre, duruma uygun politikalar daima daha iyi sonuçlar verecektir. Bunun yanında duruma göre para politikası uygulamasını savunanlar, kurala bağlı politikaların öncelikli hedef olarak enflasyonu alması nedeniyle, büyümeyi dikkate almadığı ve bu yüzden reel ekonomide istikrarsızlık görüleceğini ileri sürmüşlerdir. Bunun yanında kurala bağlanmış politikaların diğer bir eksikliğinin, sadece önceden belirlenmiş hedefler konulduğundan değişen durumlara karşı esnek olmadığı yönündedir (Karasoy vd., 1998: 19)

¹ Örneğin Bemanke (2003) para politikası uygulamalarında çok katı kuralları esnek olmaması ve duruma göre politikaların neden olduğu istikrarsızlığı bertaraf etmek için dünyanın birçok yerinde standard bir yaklaşım haline gelen "sınırlı inisiyatif" (constrained discretion) yaklaşımını önemlemektedir. Yazara göre bu yaklaşım para politikasını yürütenleri, ekonomik şok, finansal karmaşa ve diğer beklenmeyen gelişmelerin etkilerini telafi etmelerine olanak sağlar. Bunun yanında, sınırlı inisiyatif yaklaşımıyla merkez bankaları hem enflasyonun düşük ve istikrarlı tutulması hem de işsizlik konusunda daha iyi sonuçlar elde edebileceklerdir. Böylece geleneksel yaklaşımlarda olduğu gibi, yüksek istihdam ve fiyat istikrarı amaçları arasında katı bir tercih yapılmak zorunda kalınmayacaktır.

Ancak modern makro ekonominin açık olan ve üzerinde yeterince fikir birliği sağladığı nokta, politika kurallarının ekonomik performansı iyileştirmede duruma göre politikalara göre önemli avantajlara sahip olduğudur (Taylor, 1993: 197).

Eğer ekonomik birimler ileriye dönük beklentilere sahipse, bu durumda gelecekteki politika hareketlerinin ne olacağını gösteren politika kurallarına ihtiyaç duyulur. Bir politika kuralı olmaksızın bu beklentileri tahmin etmenin herhangi bir yolu yoktur. Bundan başka politikaların kurala dayalı olmasının gerektiren birçok neden vardır (Taylor, 1998) Bu nedenleri beş temel grupta toplayabiliriz:

1. Zaman Tutarsızlığı: Kurala ve duruma uygun politika arasındaki analitik aynı zaman tutarsızlığı literatüründe tartışılmaktadır. Zaman tutarsızlığı konusu, Kydland-Prescott (1977), Barro-Gordon (1983) ve Calvo (1978) tarafından geliştirilmiştir. Yazarlar çalışmalarında, duruma uygun politikaların ekonomik istikrarsızlığa yol açabileceğini bu yüzden, bugünkü ve gelecekteki para politikalarının kurala göre belirlenmesi gerektiğini göstermişlerdir.

Zaman tutarsızlığı problemi bir politika kuralının kullanımını gerektirmektedir. Zaman tutarsızlığı sorununun ortaya çıkma sebebi ücretlerin ve fiyatların belirlenmesi sürecinde gelecekte izlenecek para politikası ile ilgili beklentilerin belirleyici bir rol oynamasıdır. Politika kararlarının tartışılmasının başlangıç noktası, genellikle, özel sektör beklentilerinin veri olduğunun varsayılmasıdır. Söz konusu beklentiler sabitken, politika kararlarını alanlar beklenenden daha genişletici bir para politikası izleyerek üretimi canlandırabileceklerini (veya işsizliği düşürebileceklerini) bilirler. Sonuçta enflasyondan daha çok üretim cephesi ile ilgilenen karar alıcılar, beklenenden daha yüksek düzeyde genişlemeci bir para politikası izleme eğilimi içinde olacaktır. Oysa işçiler ve firmalar ücret ve fiyatlarla ilgili kararlarını izlenecek politika konusundaki beklentilerine dayandırdıkları için, karar alıcıların genişlemeci para politikaları izleme eğiliminde olduklarının farkına varırlar ve onlar da enflasyonla ilgili beklentilerini yükseltirler. Sonuçta ücretler ve fiyatlar yükselir (Şıklar, 1999: 15).

Söz konusu zaman tutarsızlığı modellerinin genel olarak sonucu şu şekilde özetlenebilir: Para politikası kararlarını alanların firmaların ve işçileri sürekli şaşırtması mümkün değildir, dolayısıyla bu tür genişlemeci bir para politikası stratejisi ortalama anlamda daha yüksek bir üretim düzeyi yaratmaz ama daha yüksek bir enflasyon ile sonuçlanır.

Zaman tutarsızlığı literatüründe kural, dinamik bir optimizasyon problemindeki optimal çözüm, duruma göre politikalar ise tutarsız, aldatıcı veya miyopik çözüm olarak ifade edilmektedir (Taylor, 1993: 198).

2. Daha Net Açıklamalar: Eğer politika kuralının anlaşılması kolay olursa, para politikası kararlarının ekonomik birimlere açıklanması daha basit olabilir. Bir para politikası kuralına bağlı olmaksızın, belirli bir dönemde alınan bir para politikası kararının nedenini açıklamak oldukça güçtür.

3. Daha Az Politik Baskı: Kurala göre politikalar, duruma göre politikalarından daha az politik baskıya tabidir. Eğer para politikası duruma göre yürütülürse politikacılar, para politikası kararlarına müdahale edebilirler. Pek çok koşul karşısında, politika araçlarının ne şekilde kullanılması gerektiğini gösteren bir politika kuralı, her an değişen koşullar karşısında daha az politik baskıya maruz kalır.

4. Belirsizliği Azaltır: Para politikası kuralı gelecekteki politika uygulamalarını daha açık bir şekilde tanımlayarak belirsizliği azaltır (Taylor, 1998: 6).

5. Enflasyonist Bekleyişleri Engeller: Duruma göre politikalar uygulandığında ekonomik birimlerin enflasyonist bekleyişlerini engellemek olanaksızdır. Piyasadaki oyuncular, merkez bankasının fiyat istikrarı kadar diğer değişkenleri de izlediğini ve bunlarda olası bir değişime karşı müdahale edeceğini beklerler. Böylesi bir beklenti piyasalarda belirsizliği arttırmakta, bu ise enflasyon beklentisinin hedeflenen enflasyonun üzerine çikmasına neden olmaktadır (Karasoy vd., 1998: 19).

Merkez bankalarının izleyeceği politikaların daha tahmin edilebilir olması, ekonomik birimleri politika sürprizlerine karşı kendilerini garantiye almak zorunda bırakmaz ve politika uygulamalarının topluma yansıyacak maliyetini azaltabilir. Böylesi bir tahmin edilebilirliği başarmının en basit yolu ise, merkez bankalarının politikalarını bazı kurallara dayalı olarak oluşturmasından geçmektedir (Huang vd., 2001).

3. Para Politikası Kuralı Tipleri

Adema ve Sterken (2004)'e göre, para politikası kurallarının oluşturulması konusu, altın standardı sistemine kadar uzanmaktadır. McCallum (1997) çalışmasında, makroekonomik analizlerde para politikası kuralları konusunun uzun ve ayrıntılı bir tarihi olduğunu belirtmiştir. İktisat literatüründe politika kuralları ile ilgili çalışmalara ilk katkısı olanlardan biri olan Wicksell (1936), faiz oranının fiyat düzeyindeki değişikliklere göre uyumlaştırılması olarak tanımlanabilecek basit bir faiz oranı kuralı önermiştir. Literatürde göze çarpan bir başka çalışma, Fisher (1919)'in altın standardı ile ilişkili olarak önerdiği kuraldır. Buna göre, ülke parası, altına çevrilebilir olmalı fakat altının değeri tüketici fiyatları endeksine göre belirlenmelidir. Bu durumda merkez bankası çok basit bir para politikası kuralına sahip olacaktır: konvertibiliteyi yani fiyat istikrarını sağlamak. Politika kuralları ile ilgili ilk çalışmalara son olarak, Friedman (1960)'ın enflasyonla mücadelede sabit oranlı parasal bir artışın gerçekteştirilmesini önerdiği kural, örnek olarak verilebilir. McCallum (1997)'a göre para politikası kuralları ile ilgili çalışmalar 1990'lı yıllardan sonra yoğunluk kazanmaya başlamıştır. Son yıllarda oluşturulan para politikası kuralları altın standardına göre oluşturulan kurallar gibi katı değildir. Yukarıda bahsedildiği gibi, politika kuralları konusunun uzun ve ayrıntılı bir tarihi olması nedeniyle tamamının incelenmesi mümkün değildir. Para politikası kural tipleri başlığı altında, politika kurallarını tarihsel bir bakış açısıyla incelemek yerine, literatürde bu alanda önemli bir role sahip olduğu düşünölen Taylor'un basit faiz oranı kuralı ve parasal durum indeksi aracına göre oluşturulan kural ayrıntılı olarak incelenmiştir.

3.1. Taylor Kuralı

Taylor gerçekteşen enflasyonun hedeflenenden sapsması ve üretim açığı'nın bir fonksiyonu olarak tanımladığı faiz oranı aracına göre oluşturduğu kuralın, sadece para politikasının iyi bir tanımı değil aynı zamanda makul bir politika önerisi olduğunu iddia etmiştir (Österholm, 2003: 1). Taylor kuralı ekonominin durumuna bağlı olarak kısa dönemli nominal faiz oranı (dolayısıyla reel faiz oranı) düzeyinin belirlenmesini önermektedir. Buna göre nominal faiz oranı için hedef dört faktöre bağlıdır.

İlk faktör cari enflasyon oranıdır. İkinci faktör ise denge reel faiz oranıdır. Cari enflasyon oranı ve reel faiz oranı toplamı nominal faiz oranını vermektedir. Üçüncü faktör, gerçekleşen enflasyonun hedeflenen sapmasına dayalı olarak enflasyon açığının ayarlanmasıdır. Bu faktör enflasyon oranının hedeflenen düzeyden yüksek olması durumunda, nominal faiz oranlarının yükseltilmesi ve enflasyon oranı hedeflenen düzeyin altında ise nominal faiz oranının düşürülmesi gerektiğini belirtir. Dördüncü faktör, potansiyel reel üretim ve reel üretim arasındaki farka bağlı olarak üretim açığının ayarlanmasıdır. Bu faktör üretim açığı pozitif olduğunda (reel üretimin potansiyel reel üretiminin üzerinde olması), nominal faiz oranının yükseltilmesi ve üretim açığı negatif olduğunda faiz oranının düşürülmesi gerektiğini ortaya koyar. Bu faktörler Taylor kuralının pek çok önemli yönünü özetlemektedir. Taylor kuralında yer alan ikinci ve üçüncü faktörler maksimum sürdürülebilir bir büyümeyi teşvik eden düşük ve istikrarlı bir enflasyonun hedeflendiği para politikasının iki amacını özetlemektedir (Kozicki, 1999: 5-7).

Taylor tarafından ortaya konulan basit para politikası kuralı aşağıdaki formül ile gösterilmektedir:

$$i_{Taylor} = \pi_t + r^* + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t) \quad (1)$$

Eşitlik (1)'e göre:

$i_{Taylor} (i_t)$ = Kısa vadeli (hatta çoğu zaman overnight) faiz oranını

r^* = Söz konusu faize ilişkin reel denge değerini

π_t = İçinde bulunulan dönem dahil olmak üzere yıllık ortalama enflasyon oranını

π^* = Hedeflenen enflasyon oranını

y = Üretim açığını (100x (reel GSYİH-potansiyel GSYİH) / potansiyel GSYİH) göstermektedir.

Bu eşitliğe göre, gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki fark ve üretimdeki değişimler esas alınarak faiz oranında değişiklik yapmak şeklindeki para politikası stratejisini belirlemek mümkündür (Şıklar, 2002: 4).

Taylor bu eşitliği ekonometrik olarak tahmin etmemiştir. Merkez Bankasının hem enflasyon hem de üretimden sapmaların katsayısını 0,5 olarak belirlediğini varsaymıştır (Mehra, 2001).

3.1.1. Taylor Kuralının Avantaj ve Dezavantajları

Taylor kuralının en büyük avantajı ve dezavantajı bu kuralın basit olmasından kaynaklanmaktadır. Bu kuralın basit olması, ekonomik birimler tarafından çok kolay anlaşılabilmesini ve kontrol edilebilmesini sağlar. Daha geniş değişken seti ile oluşturulan kapsamlı modellerin aksine Taylor kuralında, aşırı talep (üretim açığı), enflasyon, faiz oranı ve bu değişkenlerin hedeflenen düzeyleri ile ilgilenilmektedir. Taylor kuralı sadece bu üç değişken üzerinde odaklanmasına rağmen, direkt olarak bu üç anahtar değişkene tepki vermesi nedeniyle, birçok farklı model içinde oldukça iyi bir performans sergilemektedir (Plantier vd., 2002). Bunun yanında Judd ve Redebusch (1998: 4),

Taylor kuralına göre oluşturulan tepki fonksiyonunun, çok basit olmasına rağmen, merkez bankasının elde edebildiği tüm bilgilerin göz önüne alındığı ileriye dönük politika kuralları kadar iyi bir performans sergilediğini iddia etmişlerdir. Batini ve Haldene (1998: 10), ekonominin gerçek yapısı hakkında belirsizlik söz konusu olduğunda Taylor kuralının büyük bir olasılıkla karmaşık kurallara göre daha iyi işleyeceğini ileri sürmüşlerdir.

Taylor kuralı kullanım ve hesaplama açısından oldukça basit olmasına rağmen, gerçekte bu kural birçok uygulama ve teorik problemler içermektedir. Örneğin, Taylor orijinal kuralında üretim ve enflasyon açığına aynı ağırlığı vermiştir. Taylor tarafından oluşturulan bu ağırlıklandırma şeklinin her ekonomi için uygun olması beklenmemelidir (Deutsche Bundesbank, 1999: 49). Laurance Ball (1997), Taylor kuralında hem üretim ve hem de enflasyon açığının katsayılarının 0,5 olmasının etkin olmadığını ileri sürmüştür. Uygun parametre değerleri için, modelinde üretim katsayısının çok düşük olduğunu ve düşük bir üretim katsayısının üretim dalgalanmalarına yeterince güçlü tepki veremeyeceğini söylemiştir. Daha büyük üretim katsayısının, deflasyonist durgunluk ve enflasyonist patlamaları azaltarak, hem enflasyon hem de üretimde meydana gelecek sapmaları azaltacağını iddia etmiştir. Bu yüzden katsayılar belirlenirken ekonominin yapısı ve merkez bankasının tespitleri göz önüne alınmalıdır. Batini vd (2001) ve Ball (2000)'in çalışmalarında, Taylor kuralının açık bir ekonomide iyi bir performans sergilemeyeceği ileri sürülmüştür. Svensson (2002), Taylor kuralında merkez bankasının kararına ve model dışında bilgi edinilmesine yer verilmediğini ileri sürmüştür ve Taylor kuralında sadece enflasyon ve üretim açığı istikrarına yer verilmesini eleştirmiştir. Yazara göre, eğer üretim açığı ve enflasyondan başka önemli değişkenler varsa, bu kural optimal olmayacaktır. Svensson'a göre büyük fakat dışı çok açık olmayan bir ekonomi için tepki fonksiyonunda üretim açığı ve enflasyon istikrarı en önemli değişkenler olabilir. Fakat dışı açık küçük bir ekonomi için reel döviz kuru, ticaret hadleri, yurtdışı üretim ve yurtdışı faiz oranının da önemli değişkenler olduğunu ve politika kuralında yer alması gerektiğini vurgulamıştır. Taylor kuralının tamamıyla geriye dönük olarak oluşturulması ve gelecekte meydana gelmesi beklenen olayları göz önünde tutmaması bazı iktisatçılar tarafından eleştirilmiştir. Çünkü, merkez bankasının para politikası uygulamaları ve bunun enflasyon üzerindeki etkisi arasındaki gecikmeler nedeniyle para politikası önlemleri ileriye dönük olarak alınmalıdır. Aksi takdirde para politikası kararları sistematik olarak çok geç verilmiş olacaktır (Deutsche Bundesbank, 1999: 50). Ancak Taylor (2000: 15)'a göre, politika kuralı üretim ve enflasyonun cari değerlerindense bu değişkenlerin tahminlerine göre kurulduğunda ileriye dönük politika kuralı olarak adlandırılmaktadır. Fakat ileriye dönük politika kurallarında yapılan tahminler, gözlemlenebilen ekonomik değişkenlerin cari ve gecikmeli değerlerine bağlı olduğu için, bu kuralları ileriye dönük olarak adlandırmayacağını ileri sürmüştür.

3.2. Parasal Durum İndeksi (Monetary Conditions Index)

Para politikası önlemleri, toplam talebi ve enflasyonu birçok kanal yoluyla etkilemektedir. Ekonomik faaliyetleri etkileyen en önemli kanalın faiz oranı kanalı olduğu ileri sürülmüştür. Ancak dışı açık bir ekonomide döviz kuru kanalı, faiz oranı kanalı kadar önemlidir. Örneğin, faiz oranlarında veya döviz kurunda bir artış, ekonominin yavaşlamasına ve enflasyonist baskıların azalmasına yol açmaktadır. Benzer şekilde, faiz oranlarında bir düşüş veya döviz kurunda bir azalma genel olarak ekonomiyi canlandırmakta ve daha yüksek enflasyonist baskıya yol açabilmektedir (Kesriyeli, 1999: 2).

Parasal durum indeksi (MCI), kısa dönem faiz oranı ve döviz kurundaki değişiklikleri tek bir değişken olarak birleştirir. Bu yüzden, MCI'nin oluşturulmasındaki amaç, para politikası aktarım sürecinde, her iki değişkenin rolünün göz önüne alınmak istemesidir (National Bank of Greece S.A., 2001: 8).

Kısa dönemli faiz oranı yerine para politikası aracı olarak MCI'nin kullanılması fikri 1980'lerin sonunda ilk kez Kanada Merkez Bankası tarafından ortaya atılmıştır. Bir çok ülkede MCI, kısa dönem faiz oranı ve döviz kurunun ağırlıklı ortalaması şeklinde tanımlanırken, MCI'nin kullanımı merkez bankaları arasında farklılık göstermektedir. Prensipte MCI, faaliyet hedefi veya bir gösterge veya bir para politikası kuralı olarak kullanılabilir. Örneğin, Kanada ve Yeni Zelanda merkez bankaları MCI'ni faaliyet hedefi olarak kullanırken, İsveç, Norveç, Finlandiya ve İzlanda merkez bankaları diğer veriler yanında sadece para politikasının durumu hakkında bilgi edinmek amacıyla bir gösterge olarak kullanmaktadır (Gerlach vd., 2000: 1678-1680).

MCI'nin oluşturulmasında izlenecek bir çok yöntem vardır. Friedman (1996: 75), MCI'nin döviz kuru ve faiz oranı değişikliklerinin toplam talep veya fiyatlar üzerindeki etkilerine göre oluşturulabileceğini ve MCI'nin hem reel hem de nominal anlamda hesaplanabileceğini ileri sürmüştür. Kanada Merkez Bankası döviz kuru ve faiz oranlarındaki değişikliklerin toplam talep üzerindeki etkilerine dayalı olarak ve reel anlamda MCI'yi hesaplamıştır.

Bu şekilde MCI, belirli bir t döneminde, seçilen baz yılına (t=0) göre kısa dönem reel faiz oranlarındaki (i) mutlak değişim ve reel efektif döviz kurundaki (e) nispi değişimin ağırlıklı bir toplamıdır:

$$MCI_t = w_e(e_t / e_0 - 1) + w_i(i_t - i_0) \quad (2)$$

Yukarıdaki tanımlamada, w_i faiz oranının ve w_e döviz kurunun ağırlığını göstermektedir. Bir kural olarak, bu ağırlıklar toplam talep üzerinde MCI'nin bileşenlerinin nispi etkilerini yansıtmaktadır. MCI'de yer alan bu ağırlıklar doğrudan gözlemlenemediği için bir çok ampirik çalışmaya dayalı olarak bulunabilmektedir.

Duguay (1996)'ın Kanada için yaptığı ampirik çalışmada, faiz oranında %1'lik bir değişimin ve döviz kurunda %3'lük bir değişimin toplam talep üzerinde aynı etkiye sahip olması sebebiyle faiz oranının ağırlığının %75 ve döviz kurunun ağırlığının %25 olduğunu tespit etmiştir.

Parasal aktarma mekanizmasında kısa dönemli faiz oranı ve döviz kurunun etkilerini içine alan MCI'nin rolü, toplam talepte bir şok olması halinde net biçimde gösterilebilir. Örneğin, merkez bankasının, pozitif bir talep şokuyla karşı karşıya kaldığı ve daraltıcı bir para politikasının bu durum için uygun olduğuna karar verdiği düşünülün. Tipik olarak kısıtlayıcı para politikaları, hem kısa dönemli faiz oranında hem de yerli paranın değerinde bir artışa yol açacaktır. Yukarıda gösterilen MCI eşitliğine göre, faiz oranlarında bir artış ve yerli paranın değer kazanması daha yüksek bir MCI'ne yol açacaktır. Bu yüzden MCI'de bir yükselme parasal koşulların sıkılaştığı ve bir düşme ise gevşek politikaların izleneceği anlamına gelmektedir (Friedman, 1996).

3.2.1. Parasal Durum İndeksinin Avantaj ve Dezavantajları

Para politikası uygulamaları, ekonomik faaliyetleri ve enflasyonu parasal aktarma mekanizması olarak adlandırılan pek çok kanal yoluyla etkilemektedir. Birçok parasal aktarma mekanizmasının olması, para politikasının genel durumunu değerlendirebilmek için aktarma mekanizmalarının mümkün olduğu kadar çoğunun göz önüne alınmasını gerekli kılmaktadır. Dışa açık bir ekonomide, faiz oranı ve döviz kuru kanalı dikkate alınarak para politikasının etkileri en uygun şekilde tahmin edilebilir. Bu durum, genellikle faiz oranındaki hareketlerin döviz kuru değişikliklerini tam olarak açıklayamadığında doğrudur (Batini vd., 2000: 3). Para politikası aracı olarak kısa dönem faiz oranı ve döviz kurunun ağırlıklandırılmış bir ortalaması olan MCI, pek çok nedenle kullanışlı bulunmuştur.

Friedman (Friedman, 1996: 76-77), Kanada Merkez Bankası'nda yapılan araştırmaların, enflasyonist baskıların büyük oranda üretim açığına bağlı olduğunu gösterdiğini ifade etmiştir. Para politikası uygulamaları üretim açığını, temel olarak döviz kuru ve kısa dönem faiz oranı yoluyla etkilediği için bu değişkenlerin ağırlıklandırılmış bir ortalamasını hesaplamak, para politikasını değerlendirmede yararlı olabilecektir. Bir indeks olarak MCI, bir ülkenin genel parasal koşulları üzerinde hem yurt içi hem de dış etkileri kendiliğinden içinde barındırdığı için, merkez bankası dışındaki diğer kuruluşlar tarafından da kullanılmaya başlamıştır. Örneğin, IMF, OECD gibi uluslararası kuruluşlar, birçok ülkenin para politikalarını değerlendirmek için MCI'yi hesaplamaktadırlar. Bunun yanında, JP Morgan, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Deutsche Bank gibi firmalar da çeşitli ülkelerdeki genel para politikası durumunu değerlendirmek için MCI'ni yayınlamaktadırlar (Ericsson vd., 1999: 27-28).

Son olarak, faaliyet hedefi olarak kullanılacak MCI için arzu edilen seyrin oluşturulması, politika kontrolü altındaki faiz oranlarındaki değişikliklere döviz kurunun tepkisini tahmin etmek güç olduğu için oldukça yararlı olabilmektedir (Gerlach vd., 2000: 1681). Ancak Eika vd. (1996: 2) göre, MCI parasal koşulların bir göstergesi olarak yaygın bir şekilde kullanılmaya başlamasına rağmen, bu indeksin oluşturulmasına ilişkin çok az araştırma yapılmıştır. Örneğin, MCI'de yer alan bileşenlerin nispi ağırlıkları direkt olarak gözlemlenemez, bu yüzden bu ağırlıkların ekonometrik yöntemlerle tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle MCI'nin oluşturulması model bağımlıdır. Hem analitik hem de ampirik olarak kurulan model, parametrelerin durağanlığı, eşbütünlük olması, dinamikliği, dışsallığı ve değişkenlerin seçimiyle ilgili olarak güçlü varsayımlar içermektedir. Pratikte bu varsayımlar tam olarak test edilebilir niteliktedir. Ancak sözü edilen yazarlara göre, günümüzde bu tip testler MCI modelleri için çok az gerçekleştirilmiştir. Örneğin, eğer model durağan olmayan parametreler ve gereksiz dışsallık varsayımları içeriyorsa, MCI para politikası değerlendirmeleri için oldukça yanıltıcı olabilir.

MCI'nin bileşenlerinin genellikle kısa dönemli faiz oranı olması ve bu bileşenlerin ağırlıklarının toplam talebe göre hesaplanması da eleştirilmiştir. Bu yüzden MCI'nin kısa dönemli faiz oranı yerine uzun dönem faiz oranlarını içermesi gerektiği konusunda fikir birliği sağlanamamıştır. Bunun yanında toplam talep üzerinde servet etkisi yoluyla parasal aktarma mekanizmasında önemli bir rol oynayan hisse senetleri gibi diğer aktif fiyatlarının da MCI içinde yer alıp almaması gereği sorun yaratmaktadır (Gerlach vd., 2000: 1685-1686). MCI'nin ağırlığının genel olarak toplam talebe göre hesaplanması para politikasının enflasyonu, sadece üretim açığı yoluyla etkilediği şeklinde kesin varsayımlar yapılmasına yol açmaktadır. Bu durumda diğer aktarma mekanizmaları göz önüne alınmamış

olmaktadır. Örneğin, döviz kurundaki değişiklikler ithalat fiyatlarında yarattığı değişiklikler aracılığı ile tüketici fiyatlarındaki artışta direkt bir etkiye sahip olabilir. Bu sonuca göre MCI'nın ağırlıklarının hesaplanmasında toplam talep eşitliği yerine fiyat eşitliğinin temel alınması gereği ortaya çıkmaktadır (Deutsche Bundesbank, 1999: 57). Bunun yanında Svensson (1998: 6). para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin tek bir indeksle özetlenemeyecek kadar karmaşık olduğunu; çünkü, para politikasının enflasyonu pek çok farklı kanal ve gecikmeler yoluyla etkilediğini ileri sürmüştür.

Freedman (1996: 77)'a göre bir para politikası aracı olarak MCI'nin dikkatli kullanılmasını gerektiren bazı sebepler vardır. Yazara göre, MCI para politikası için faaliyet hedefi olarak kısa dönemli faiz oranlarına göre daha kapsamlı ve daha iyi olmasına rağmen, MCI faaliyet hedefi olarak kalmalı ve para politikasının temel bir ölçütü olarak izlenmemelidir. Çünkü ne faiz oranı, ne de MCI sistem için nominal bir gösterge niteliğinde değildir. Üstelik, para politikasının nihai ilgisi, parasal genişleme düzeyi ve bunun enflasyonu etkilemesi üzerinedir. İkinci olarak, para politikası yürütülürken çok kısa dönemde MCI'nın mekanik olarak kullanımından kaçınılmalıdır. Buna göre, merkez bankası, döviz kurunda günlük bazdaki dalgalanmalara göre MCI'ni sabit bir düzeyde tutmaya çalışmamalıdır. Çünkü döviz kurunda günlük bazda çok küçük dalgalanmalar olabilir ve kısa dönemli faiz oranlarında ayarlama yapılarak döviz kurundaki önemsiz her bir hareketin MCI üzerindeki etkisini dengelemeye çalışmak uygun değildir. Sadece döviz kurunda büyük değişiklikler olduğunda ve döviz kurunun bu düzeyde kalması belirli bir dönem süreceksa döviz kurundaki değişikliğin MCI üzerindeki etkisini dengelemek gerekli olacaktır. Son olarak kısa dönemde merkez bankası uygulamaları MCI'yi istenilen düzeyde tutmaya bağlı olmamalıdır, çünkü politika uygulamaları ile piyasa düzensizlikleriyle başa çıkma ihtiyacı duyulmaktadır. Örneğin, yerli paraya karşı şiddetli bir güven kaybı olduğunda, merkez bankası yerli paraya olan güveni sağlamak için kısa dönemli faiz oranlarında bir yükselmeyi teşvik etmek zorunda kalabilir. Ancak faiz oranlarının, MCI üzerinde döviz kurundaki bu değer kaybının etkilerini dengelemek için ihtiyaç duyulandan fazla artırılması gerekebilir. Bu yüzden MCI kısa dönemde faaliyet hedefi olarak öncelikli bir amaç olarak ele alınmamalıdır.

3.2.2. Parasal Durum İndeksi Aracına Göre Oluşturulan Para Politikası Kuralı

Para politikası kuralları ile ilgili olarak son dönemlerde yapılan çalışmaların bir bölümünde, kapalı ekonomi modelleri kullanılmıştır. Ancak gerçek dünyada ülke ekonomileri dışı açıktır ve döviz kuru hareketleri para politikası için önemlidir. 1997 den beri dünya ekonomisinde yaşanmış deneyimler bu gerçeği kanıtlamaktadır. Bu dönemde Rusya ve Asya finansal krizleriyle başlayan dış şoklar, pek çok ülkeyi olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Hem Yeni Zelanda ve Avustralya gibi OECD ülkeleri hem de Brezilya ve Şili gibi gelişmekte olan ülkeler, döviz kuru, ihracat ve dünya mal fiyatlarındaki değişimlerden olumsuz yönde etkilenmişlerdir. Kapalı ekonomiler için geliştirilen politika kuralları böylesi dış şoklar karşısında yetersiz kalmaktadır. Ball (2000) yaptığı çalışmada, dışı açık ekonomide uygun bir para politikası kuralının oluşturulması için şu önerileri getirmiştir: Açık ekonomilerde enflasyon ve üretimde istikrar sağlamak için, politika kuralı döviz kuru hareketlerinin geçici etkilerini ortadan kaldıracak şekilde ayarlanabilir olmalıdır. İkinci olarak kapalı ekonomi modelleri Taylor kuralının kullanımını üretim ve enflasyonda istikrarın sağlanması açısından elverişli bulmasına rağmen, açık ekonomilerde böylesi kurallar döviz kuruna da rol verecek şekilde değiştirilmelidir. Farklı kuralları oluşturulması, para politikasının ekonomiyi faiz kanalı kadar döviz kuru kanalıyla da

etkilediği için gereklidir. Üçüncü olarak nihai hedefle uyumlu para politikası aracının seçilmesi önemlidir. Politika aracı olarak faiz oranı ve döviz kurunun ağırlıklandırılmış bir ortalaması olan “parasal durum indeksi” kullanılmalıdır.

Parasal durum indeksi aracını da içeren basit model üç eşitlikten oluşmaktadır:

$$y = \lambda y_{-1} - \beta i_{-1} - \delta e_{-1} + \varepsilon \quad (3)$$

$$\pi = \pi_{-1} + \alpha y_{-1} - \gamma (e_{-1} - e_{-2}) + \eta \quad (4)$$

$$e = \theta i + \nu \quad (5)$$

Burada y üretim, π enflasyon, i reel faiz oranı, e reel döviz kuru (daha yüksek e döviz kurunun değerlenmesi anlamına gelmektedir) ε , η ve ν şokları göstermektedir. Eşitlik (3), (4) ve (5)'deki tüm parametreler pozitifdir ve tüm değişkenler denge değerlerinden sapma olarak ölçülmektedir (Ball, 2000: 1-2).

Eşitlik (3) açık ekonomide IS eğrisidir. Eşitliğe göre üretim, talep şoku, üretimin kendi gecikmesi, reel döviz kuru ve reel faiz oranındaki gecikmelere bağlıdır.

Eşitlik (4) açık ekonomide Phillips eğrisidir. Enflasyondaki değişme talep şoku, döviz kurundaki gecikmeli değişme ve üretimdeki gecikmeye bağlıdır. Döviz kurundaki değişme ithalat fiyatlarına direkt olarak yansıdığı için enflasyonu etkilemektedir. Görüldüğü gibi eşitlik (3) ve (4) gecikme durumunu içermektedir: faiz oranı ve döviz kurunun üretimi etkilemesi, üretim ve döviz kuru değişikliklerinin ise enflasyonu etkilemesi bir dönem almaktadır.

Son olarak eşitlik (5) faiz oranı ve döviz kuru arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu ilişki, faiz oranlarında bir yükselmenin yerel varlıklar daha çekici hale getirdiği ve döviz kurunda yükselmeye yol açtığı anlamını vermektedir. Hata terimi ν , yurtdışı faiz oranları, yatırımcı güveni ve beklentiler gibi döviz kuru üzerindeki diğer etkileri gösterir (Ball, 1998: 3-6).

Ball'a göre tüm dünyada, para politikasını belirleyenlerin enflasyonu hedeflemesi gerektiği konusunda giderek artan ortak bir düşünce vardır. Ancak enflasyon hedeflemesine yönelik birçok kural kapalı ekonomiler için geliştirilmiştir. Dışa açık bir ekonomi için enflasyon hedeflemesi kuralı önemli ölçüde değiştirilmedikçe optimal değildir. Açık ekonomiler özellikle dış şoklara açıktır. Bu yüzden üretim ve enflasyonda istikrar sağlanması amacı, döviz kurundaki dalgalanmaların geçici etkilerini giderebilecek bir enflasyon ölçüm şekli olan “uzun dönem enflasyon” hedeflenerek gerçekleştirilebilir. Burada oluşturulan modelde bu değişken aşağıdaki gibi tanımlanır:

$$\pi^* = \pi + \gamma e_{-1} \quad (6)$$

Burada e reel döviz kuru ve y , Phillips eğrisinde döviz kuru değişikliklerini gösteren katsayıdır. Eşitlik (3) ve (5)'deki modelde π^* hedefinin kullanılması, istikrarlı üretim ve enflasyon sonucunu doğurur. Fakat π 'nin hedeflenmesi, enflasyonda istikrar sağlarken üretimde gerektiğinden daha fazla dalgalanmaya sebep olur.

Kapalı bir ekonomide Taylor kuralı iyi bir araç kuralı olarak görülebilir. Ancak açık bir ekonomide, bu politikalar üzerinde değişiklik yapmadıkça bu tür para politikası kuralının performansı zayıf olacaktır. Özellikle politikayı belirleyenler, enflasyon ve üretimdeki dalgalanmaların etkisinin bir kısmını azaltmak isterse optimal para politikası aracı hem döviz kuru hem de faiz oranına dayanan "parasal durum indeksi" olacaktır. Parasal durum indeksi aracına göre oluşturulan yeni kural şu şekilde yazılabilir:

$$wi + (1-w)e = ay + b\pi^* \quad (7)$$

Bu kural, Taylor kuralından iki açıdan farklıdır; ilk olarak, eşitliğin sağ tarafında π yerine, uzun dönem enflasyon oranı (π^*) yer almaktadır. Bu sonuç uzun dönem enflasyonunun en uygun hedef değişken olmasından kaynaklanır. İkinci olarak, eşitliğin sol tarafında Taylor kuralında olduğu gibi sadece faiz oranı değil, bunun yerine i ve e 'nin ağırlıklı ortalaması yer almaktadır. Bu ortalama "parasal durum indeksi" olarak adlandırılmaktadır. Döviz kuru ve faiz oranının ağırlıkları (w ve $1-w$), i ve e 'nin toplam harcamalar (IS eşitliğindeki β ve δ katsayıları) üzerindeki nispi etkilerine göre belirlenmektedir (Ball, 2000).

4. Sonuç

Altın standardı boyunca para politikası uygulamaları, altın paritesinin sürekli sabit tutulduğu katı bir kural olarak nitelendirilebilmektedir. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra Keynesyen politikaları izleyenler duruma göre politikalar yürütme eğilimi içine girmişlerdir. Ancak duruma göre yürütülen politikaların nihai sonucu 1970 ve 1980'ler boyunca yaşanan enflasyon olmuştur. Bu yüksek enflasyon oranları 1974 ve 1980-1982'de derin bir ekonomik durgunluğa yol açmıştır. Durgunluk döneminden sonra merkez bankaları ve iktisatçılar para politikası kurallarının faydaları konusunda tekrar düşünmeye başlamış ve politika kuralları son zamanlarda makro iktisat alanında yapılan araştırmalarda yoğun olarak incelenen konuların başında gelmiştir. Bu araştırmalarda, tercih edilen politika kurallarının (örneğin para arzının sabit bir hızla arttırılması gibi) uygulanmasında, kesin ve belirli kuralların izlenmesinin zorunlu olmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında politika kuralı, para politikası araçlarının katı ya da mekanik bir şekilde belirlenmesi anlamına gelmemektedir. Tersine, son zamanlarda para politikası kurallarının politika uygulayanlar için yol gösterici olarak kullanılması ve politika kuralı uygularken bazen ekonominin durumuna göre de (örneğin; ekonomik şok, finansal karmaşa ve diğer öngörülmeleyen değişikliklerin oluşması halinde) tedbirlerin alınmasına ihtiyaç duyulabileceğinin göz önüne alınması önerilmektedir.

Para politikası ile ilgili olarak yapılan ampirik çalışmalar, çok basit politika kuralları kullanılarak ekonomik performansın iyileştirilmesinin mümkün olduğunu göstermektedir. Fakat günümüzde hâlâ hangi kuralın en iyi olduğu konusunda bir görüş birliği yoktur. Muhtemelen dünyadaki çoğu merkez bankası, akademik literatürde önerilen politika kurallarını tam olarak uygulamamaktadırlar. Çünkü merkez bankaları açısından izledikleri politikalarda esnek olabilmek arzulanır bir durumdur. Bu yüzden, para politikası kuralları, sadece izlenecek politikaları değerlendirmek ve kuralların yol göstericiliğinden yararlanmak için kullanılabilir.

Uygun politika kuralının seçimi için dikkat edilmesi gereken kriterlerden birisi de, para politikası

seçiminde doğru bir ekonomik model belirlemektir. Eğer model doğru değilse, seçilen politika kuralı optimal olmayacaktır. Bunun yanında, daha kapsamlı ekonomik modeller için optimal politika kuralı çok karmaşık formüller gerektirebilir. Ancak model karmaşıklıkla duruma göre uygulanan para politikalarının getirdiği bir takım problemlerin çözümü de zorlaşacaktır. Çünkü halk karmaşık politika kurallarının içerdiği bilgiyi kontrol etmekte güçlük çekebilecektir.

Kaynakça

- Ademe, Yvonne and Sterken, Emler (2000), "Monetary Policy Rules: From Fisher to Svensson, Taylor, and Woodford", Working Papers: Monetary Economics, 1-58.
- Ball, Laurence (2000), "Policy Rules and External Shocks", NBER Working Paper Series: 7910.
- Ball, Laurence (1998), "Policy Rules for Open Economies", NBER Working Paper Series: 6760.
- Ball, Laurence (1997), "Efficient Rules for Monetary Policy", NBER Working Paper Series: 5952.
- Barro, Robert J. and Gordon, David B. (1983), "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", Journal of Monetary Economics, 12, 101-121.
- Batini, Nicoletta and Haldone, Andrew G. (1998), "Forward-Looking Rules for Monetary Policy", Bank of England, ISSN 1368-5562, 1-53.
- Batini, Nicoletta and Turnbull, Kenny (2000), "Monetary Condition Indices for The UK: A Survey", External MPC Unit Discussion Paper, No: 1, 1-27.
- Batini, Nicoletta, Harrison, Richard and Millard, Stephen P. (2001), "Monetary Policy Rules for an Open Economy", Bank of England Working Paper, No: 149.
- Bernanke, Ben S. (2003), "Constrained Discretion and Monetary Policy", <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2003/20030203/default.htm>, (Erişim:10.2007)
- Calvo, Guillermo A. (1978), "On the Time Consistency of Optimal Policy in Monetary Economy", Econometrica, 46, 1411-1478.
- Deutsche Bundesbank Monthly Report (April 1999), "Taylor Interest Rate and Monetary Conditions Index".
- Duguay, Pierre (1996), "Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach", The Transmission of Monetary Policy in Canada, Bank of Canada, 87-107.
- Dwyer, Gerald P. (1993), "Rules and Discretion in Monetary Policy", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 4, 3-13.
- Eika, Kari H. Ericson, Neil R. and Nymoer, Ragnar (1996), "Hazards in Implementing A Monetary Conditions Index", International Finance Discussion Papers, Number: 568.
- Encsson, Neil R., Jansen, Eileu S., Kerbesbian, Neva A. and Nymoer, Ragnar (1999), "Interpreting a Monetary Conditions Index in Economic Policy", Norges Bank Skriftserie, Nr-28, Artikel-04, Oslo.

Fisher, Irving (1919), "Stabilizing the Dollar", The American Economic Review, Vol. 9, No.1, 156-160.

Friedman, Charles (1996), "The Transmission of Monetary Policy in Canada," The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada, Bank of Canada, 67-79.

Friedman, Charles (1960), A Program for Monetary Stability, Fordham University Press: New York.

Gerlach, Stefan ve Smets, Frank (2000), "MCI's and Monetary Policy", European Economic Review, 44, 1677-1700.

Huang, Angela, Margaritis, Dimitri and Mayes, David (2001), "Monetary Policy Rules in Practice: Evidence From New Zealand", Bank of Finland Discussion Papers, 18.

Judd, John P. and Redebusch, Glenn D. (1998), "Taylor's Rule and The Fed: 1970-1997", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, Number 3, 3-16.

Karasoy, Almila, Saygılı, Mesut ve Yalçın, Cihan (1998), "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri", Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9801.

Kesriyeli, Mehtap ve Koçaker, İlhan (1999), "Monetary Conditions Index: A Monetary Policy Indicator for Turkey", The Central Bank of The Republic of Turkey, Discussion Paper, No: 9908.

Kozicki, Sharon (1999), "How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy?" Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter, 5-33.

Kydland, Finn E. and Prescott, Edward C. (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plan", Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3, 473-492.

Mccallum, Bennett T. (1997), "Issues in The Design of Monetary Policy Rules", NBER Working Paper Series: 6016.

Mehra, Yash (2001), "The Taylor Principle, Interest Rate Smoothing and Fed Policy in the 1970's and 1980's", Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper, No: 01-05.

National Bank of Greece S.A. (2001), Economic& Financial Bulletin, Volume: 5, Issue: 2.

Österholm, Pör (2003), "The Taylor Rule: A Spurious Regression?", Uppsala University, Department of Economics Working Paper Series: 20.

Plantier L.Christopher and Scrimgeour, Dean (2002), "Estimating Taylor Rule for New Zealand with a Time-Varying Neutral Real Rate", Reserve Bank of New Zealand DP, Jel Classification: E52, E58.

Poole, William (1999), "Monetary Policy Rules?", Federal Reserve Bank of St Louis Review, 3-12.

Svensson, L.E.O., (1998), " Open Economy Inflation Targeting", NBER Working Paper Series:

6545.

Svensson, L.E.O., (2002), "What is Wrong With Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy Through Targeting Rules", Working Paper, Princeton University.

Şıklar, İlyas (2002), "Sanayide Yeni Ufuk", Eskişehir Sanayi Odası Dergisi, S:22.

Şıklar, İlyas (1999), Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü, Eskişehir: Eskişehir Sanayi Odası Yayın No: 27.

Taylor, John B. (1993), "Discretion Versus Policy Rules in Practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195-214.

Taylor, John B. (2000), "Recent Developments in The Use of Monetary Policy Rules", Working Paper, Stanford University, 15.

Taylor, John B. (1998), "Applying Academic Research on Monetary Policy Rules: An Exercise in Translational Economics", The Manchester School of Economics&Social Studies, Blackwell Publishing, Vol. 66(0), 1-16.

Turnovsky, Stephen J. (1977), Macroeconomic Analysis and Stabilization Policies, Cambridge: Cambridge University Press, 351.

Wicksell, Knut (1936), Interest and Prices, English Translation by R.F. Kahn, London: Mcmillan.