

## THE MONETARY POLICY OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK: QUANTITATIVE DEFINITION OF PRICE STABILITY AND THE TWO PILLAR ANALYSIS APPROACH\*

**Yazar / Author:** *Asst. Prof. Dr /Yrd. Doç. Dr. Zeki AKBAKAY<sup>1</sup>*

### Abstract

On 1 January 1999, the ECB assumed responsibility for enforcing monetary policy in the Euro area. The primary objective of the European Central Bank is to maintain price stability in the Euro area. The setting of price stability as prime objective is recognition of the theoretical and empirical evidence accumulated over time. However, this evidence shows that monetary policy can only affect prices in the long run and high rates of inflation are detrimental to growth and employment in the long run. In order to specify the objective of price stability ECB announced a quantitative definition of price stability. The quantitative definition of price stability is the first element of ECB's monetary policy strategy. The second element of this strategy is a two pillar approach to analysis of the risk to price stability. One pillar referred to as the "economic analysis", is aimed at assessing the short term determinants of price developments. A second pillar referred to "monetary analysis" attaches a prominent role to money, reflecting the fundamental tenet that over the longer run both inflation and deflation are monetary phenomena. The objective of this study is to discuss the main element of ECB's monetary policy.

**KeyWords:** Monetary Policy, European Central Bank, Price Stability, Two Pillar Approach

## AVRUPA MERKEZ BANKASI'NIN PARA POLİTİKASI: FİYAT İSTİKRARININ NİCELİKSEL TANIMI VE İKİ SÜTUNLU ANALİZ YAKLAŞIMI

### Özet

1 Ocak 1999'da avro alanı içinde para politikasının yürütülmesi sorumluluğu ECB'ye verilmiştir. ECB'nin öncelikli amacı avro alanı içinde fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Fiyat istikrarının öncelikli amaç olarak belirlenmesi zamanla oluşan teorik ve ampirik kanıtların kabul edilmesi demektir. Zira bu kanıtlar para politikasının ancak uzun dönemde fiyatları etkilediği ve enflasyonun uzun dönemde büyüme ve istihdama zarar verdiğini göstermektedir. Fiyat istikrarı amacını kesin bir şekilde ortaya koymak için ECB fiyat istikrarının niceliksel bir tanımlamasını ilan etmiştir. Fiyat istikrarının niceliksel tanımı ECB para politikası stratejisinin birinci unsurudur. Bu stratejinin ikinci unsuru ise fiyat istikrarına yönelik risklerin analiz edildiği iki sütun yaklaşımıdır. "Ekonomik analiz" olarak adlandırılan sütun fiyat gelişmelerinin kısa dönemdeki belirleyicilerini değerlendirmeyi amaçlamaktadır. "Parasal analiz" olarak adlandırılan ikinci bir sütun ise paraya önemli bir rol vermektedir. Bu ise enflasyon ve deflasyonun uzun dönemde parasal bir fenomen olduğu şeklindeki temel bir ilkeyi yansıtır. Bu çalışmanın amacı ECB para politikasının temel unsurlarını irdelemektir.

**Anahtar Kelimeler:** Para Politikası, Avrupa Merkez Bankası, Fiyat İstikrarı, İki Sütun Yaklaşım

### 1.Giriş

1 Haziran 1998'de kurulan Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank - ECB), 1 Ocak 1999'da ABD'den sonra dünyanın ikinci büyük ekonomik alanı olan avro alanı içinde para politikasının yürütülmesinden sorumlu olan tek organ olmuştur. Avrupa Parasal Birliği'ne (European Monetary Union-EMU) üye ülkelerin ulusal bankalarının para politikasının yürütülmesi konusundaki yetkilerini devretmesiyle oluşturulan ECB Avrupa Birliği (AB) üyeleri arasındaki entegrasyon süreci için önemli bir adımı temsil etmektedir.

ECB'nin para politikası çerçevesi geçmiş dönemlerde birçok merkez bankasının yaşamış olduğu tarihsel deneyimlerden çıkarılan dersler üzerine inşa edilmiştir. Bu anlamda 1970'lerde birçok gelişmekte olan ülkede yaşanan stagflasyon olgusu Almanya merkez bankası Bundesbank'ın para politikası ve

\* Bu makale 17-18 Kasım 2017 tarihinde İstanbul'da düzenlenen International Congress of Management Economics and Policy isimli kongrede sunulan bildirinin gözden geçirilmiş ve genişletilmiş halidir

<sup>1</sup> Bingöl Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, [zakbakay@bingol.edu.tr](mailto:zakbakay@bingol.edu.tr)

1980'lerde enflasyon oranının düşürülmesindeki başarılı uygulamalar ECB'nin para politikasının şekillenmesinde merkezi rol oynayan önemli faktörlerdir.

ECB'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarının öncelikli amaç olması literatürdeki iki önemli konsensüsü yansıtmaktadır. Birincisi uzun dönemde enflasyon ve deflasyonun ekonomik büyüme ve refah seviyesi üzerinde olumsuz etkilerinin olması, ikincisi ise paranın ancak uzun dönemde fiyatlar üzerinde etkili olabilmesidir. 2007-2009 Küresel finansal krizi fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Bu gerçeklikten hareketle merkez bankalarının birçoğu fiyat istikrarını sağlamaya yönelik yeni politika araçları ve mekanizmalarını uygulamaya koymuşlardır. Bu bağlamda Euro alanı içinde de finansal istikrarın sağlanması amacı ile bazı mekanizmaların geliştirildiği görülmektedir.

ECB'nin para politikası iki unsurdan oluşmaktadır. Bunlardan biri fiyat istikrarının niceliksel (quantitative) bir tanımlanmasının yapılması, diğeri ise "iki sütunlu analiz" yaklaşımıdır. ECB 1998 yılında fiyat istikrarının niceliksel bir tanımlanmasını yapmak suretiyle fiyat istikrarının birincil amaç (primary objective) olduğunu açık bir şekilde ortaya koymuştur. Buna göre fiyat istikrarı euro alanı içinde Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksinde (Harmonised Index of Consumer Prices-HICP) yıllık %2'nin altındaki artış olarak tanımlanmaktadır (ECB, 1999:46). Sonrasında bazı eleştirileri de göz önünde tutan ECB 8 Mayıs 2003 tarihinde yayınladığı basın bildirisinde para politikası stratejisinin iki temel unsurunu revize ettiğini ilan etmiştir. Birincisi fiyat istikrarının yeniden tanımlanması, ikincisi ise stratejinin iki sütunlu yapısı ile alakalıdır. Fiyat istikrarı ile ilgili olarak ECB özellikle potansiyel deflasyon riskine karşı "%2'nin altındaki artış" ifadesini "%2'nin altında ama %2'ye yakın" şeklinde değiştirerek daha açık bir tanımlama yapmıştır (ECB, 2003).

ECB para politikasının ikinci ve ayırt edici unsuru ise fiyat istikrarına yönelik oluşturulan "iki sütunlu analiz" yaklaşımıdır. Uzun dönemde enflasyon ve deflasyonun parasal bir fenomen olduğu yönündeki temel ilkeye bağlı olarak ECB para politikası stratejisinde paraya önemli bir rol verilmiştir. Bu amaçla parasal büyüme için bir referans aralığı ilan edilmiş ve sütunlardan biri "parasal analiz" adı altında oluşturulmuştur (ECB, 1996: 47-48). Parasal analizde fiyat gelişmelerinin uzun dönemdeki belirleyicileri ile ilgili değerlendirmeler yapılır. Paraya verdiği önemi göstermek için başta parasal analiz birinci sütun olarak ifade edilse de, Mayıs 2003'te yapılan değişiklikle sütunlar arası bu hiyerarşik yapı kaldırılmıştır. ECB para politikasının diğer sütununu ise "ekonomik analiz" oluşturmaktadır. Daha geniş tabanlı olan ekonomik analizde kısa dönemde fiyatlar üzerinde etkili olan gelişmelere dair bilgilerin değerlendirilmesi yapılmaktadır. İki sütunlu yaklaşım farklı perspektif ve zaman ufkuna ait bilgilerin karşılaştırılıp fiyat istikrarına yönelik risklerin yeniden değerlendirilmesini sağlar.

Parasal analiz sütunu parasal hedeflemeye, ekonomik analiz sütunu ise enflasyon hedeflemesine benzese de ECB bu yöndeki değerlendirmeleri kabul etmemektedir. Nihayetinde ECB para politikası ayırt edici yönlerinin yanında günümüzde uygulanan para politikası stratejilerinin bazı özelliklerini barındırdığı için hibrid bir para politikası olarak değerlendirilmektedir.

Bu çalışmada ECB para politikasının amaçları ve gerekçeleri ortaya konulduktan sonra para politikası stratejisinin temel unsurları incelenip diğer para politikası stratejileri ile benzeştiği ve ayrıştığı noktalar irdelenecektir.

## **2. ECB'nin Amaçları ve Temel Gerekçeleri**

ECB'nin öncelikli amacı fiyat istikrarının devam ettirilmesidir. Fiyat istikrarı yanında ECB'nin ikincil derecede önemli (secondary objective) diğer bir amacı fiyat istikrarı amacına zarar vermeden avro alanı içinde yüksek istihdam ve sürdürülebilir bir büyümeye yönelik makroekonomik politikaları desteklemektir. Bu ikinci amaç, özellikle de 2008 krizi sonrası yaşanan politika ayrışması döneminde daha açık görülmeye başlandı (Bagis, 2017: 34). Bu yüzden fiyat istikrarı sadece ECB'nin değil aynı zamanda bir bütün olarak AB'nin de öncelikli amacıdır. Dolayısıyla Avrupa Birliği Anlaşmaları amaçların hiyerarşisini açık bir şekilde ortaya koyarak fiyat istikrarının diğer amaçların gerçekleştirilmesine katkıda

bulunacağını vurgulamaktadır (ECB, 2011:14). Ayrıca, amaçlar arasında bir hiyerarşinin kabul edilmesi para politikasının önceliklerini açıkça ortaya koyan kurumsal bir taahhüt olarak değerlendirilebilir. Bu kurumsal taahhüt fiyat istikrarı ile uyumlu olmayan para politikası uygulamalarını dışlamaktadır. Bu yüzden ABD merkez bankası FED'in aksine ECB, statüsü iyi tanımlanmış ve öncelikli amacı içsel fiyat istikrarının sürdürülmesi olan tek amaçlı (single mandate) bir parasal otorite olarak işlevini sürdürmektedir. Dolayısıyla fiyat istikrarı tanımlaması para politikası yapıcılarını üzerinde güçlü bir yasal sınırlama oluşturarak kurumun öncelikli amacının belirlenmesinde ihtiyari karar alma alanını daraltmaktadır (Schwartzvd, 2008:22-23).

ECB, fiyat istikrarını öncelikli amaç olarak belirlemenin temel gerekçelerini para politikasının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ve fiyat istikrarının faydaları üzerinden açıklamaktadır (ECB, 2011:55). Merkez bankaları sahip olduğu monopol gücü sayesinde parasal tabanı kontrol ederek ekonomik gelişmeler üzerinde etkili olabilmektedir. Bu etki ise kısa ve uzun dönemlerde birbirinden farklı değişkenler üzerinde oluşmaktadır. Bu bağlamda, para arzındaki bir değişim uzun dönemde fiyatlar gibi nominal değişkenler üzerinde etkili olurken, üretim ve istihdam gibi reel değişkenler üzerinde etkili olamaz. Dolayısıyla parasal bir fenomen olarak kabul edilen enflasyon uzun dönemde ancak para politikasını yürüten merkez bankası tarafından kontrol edilebilir. 1970'lerin başında patlak veren stagflasyon krizi ile yaşanan pratik deneyim ve Menotarist yaklaşımın ortaya koyduğu teorik deneyime de bağlı olarak para politikasının bu etkilerini göz önünde tutan ECB fiyat istikrarını birincil bir amaç olarak kabul etmiştir.

Diğer taraftan ECB'nin fiyat istikrarını öncelikli amaç olarak belirlemesinde literatürde fiyat istikrarı lehine öne sürülen şu argümanların da etkili ifade edilmektedir:

- 1.Fiyat istikrarı göreceli fiyat mekanizmasını şeffaflaştırarak reel kaynakların etkin dağılımını sağlar.
- 2.Fiyat istikrarı uzun dönem faiz oranlarında enflasyon risk primini minimize ederek uzun dönem faiz oranlarının azalmasına ve böylece yatırımların ve büyümenin artmasına katkı sağlar
- 3.Gelecekteki fiyatlarla ilgili bir belirsizlik durumunda iktisadi ajanlar enflasyonun olası zararlarına karşı kaynakları üretken olmayan alanlara yönlendirirler. Oysa fiyat istikrarının devam ettirilmesi reel yatırım kararlarının verilmesi için olumlu bir ortam sağlar.
- 4.Fiyat istikrarı sosyal kaynaşma ve istikrarın devamını sağlar.

Yukarıda sayılan bu argümanlar birlikte ele alındığında, fiyat istikrarının üretim ve istihdam amaçlarının gerçekleştirilmesinde önemli katkısının olduğu açıktır. Bu yüzden Eurosystem'in istikrar merkezli para politikası stratejisinin (stability-oriented monetary policy strategy) temelinde fiyat istikrarına odaklanan bir para politikasının üretim ve istihdam amaçlarına en iyi şekilde hizmet edeceği şeklinde bir mantık yatmaktadır (ECB, 1999:40).

Temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olsa da ECB fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da önemseydiğini oluşturduğu bazı mekanizmalar ve politika uygulamalarıyla ortaya koymaktadır. 2008 krizi öncesinde diğer merkez bankalarında olduğu gibi ECB de geleneksel politikalar uygulamaktaydı. Kriz sonrasında geleneksel politika yaklaşımlarının başarısızlığı karşısında merkez bankaları politika çerçevelerini değiştirmişlerdir. Yeni politika çerçevesi makroekonomik istikrarın sağlanabilmesi için fiyat istikrarının yanında finansal istikrar amacına da ağırlık verilmesinin gerekliliğine vurgu yapmaktaydı (Yıldız ve Yıldırım, 2015:1047).

Küresel finansal kriz öncesinde merkez bankalarının genel yaklaşımı fiyat istikrarının sağlanması durumunda finansal istikrarın da sağlanacağı yönündeydi. Oysa küresel krizden çıkarılması gereken en önemli derslerden biri fiyat istikrarının finansal istikrar için gerekli ama yeterli olmadığıdır. Zira en tehlikeli finansal dengesizlikler fiyat istikrarının geçerli olduğu dönemlerde sinsice yükselebilirler. Kriz öncesinde, özellikle enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler, finansal gelişmeleri sadece orta vadede fiyat istikrarı üzerindeki etkileri açısından göz önünde bulundurmaktaydılar. Bugün merkez

bankalarının birçoğu finansal krizlerin maliyetlerinin oldukça yüksek olması ve sonuçlarının fiyat istikrarı açısından problematik olmasından dolayı finansal istikrarı bir amaç olarak görmekte-dirler (Blinder vd, 2017: 11-12).

Finansal istikrarın bozulduğu ve özellikle borç krizinin yaşandığı yerlerden biri de avro alanıydı. Finansal kriz sonrasında avro alanı içinde finansal istikrarın sağlanması amacıyla iki önemli mekanizma kuruldu. Bunlardan biri Şubat 2012’de kurulan Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism- ESM)’dir. ESM üye ülkelere sağladığı finansal desteklerle birliğin finansal istikrarını sağlamayı amaçlamaktadır. Finansal istikrarın sağlanmasına yönelik oluşturulan diğer mekanizma ise Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Fund-EFSF)’dur. Üye ülkelerde yaşanan finansal zorlukların birliğin finansal istikrarına zarar vermesini engellemek amacıyla kurulan EFSF bu anlamda üye ülkelere bazı finansal kolaylıklar sağlamaktadır (Yıldız ve Yıldırım, 2014: 60-61). Diğer taraftan Avrupa Birliği finansal sistemini denetlemek ve sistemik risklerin birlik içinde yayılmasını önlemek amacıyla 2010 yılında ECB’nin bir organı olan Avrupa Sistemik Risk Kurulu ( The European Systemic Risk Board-ESRB) oluşturulmuştur.

### 3.ECB Para Politikasının Temel Unsurları

ECB’nin para politikası stratejisi iki temel unsurdan oluşmaktadır. Stratejinin birinci unsuru fiyat istikrarının niceliksel bir tanımlamasının yapılması, ikincisi ise fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik ‘iki sütunlu’ analiz yaklaşımıdır. İki sütunlu analiz para politikası kararları için gerekli olan bilgi ve analizlerin ileriye yönelik (forward-looking) ve önleyici (pre-emptive) bir yaklaşımla değerlendirilmesine olanak sunan bir çerçeve sunmaktadır. Bu bağlamda ECB’nin takip etmiş olduğu strateji, para politikası kararlarının kamuoyuna açık ve şeffaf bir şekilde açıklanabilme imkanı vermektedir (ECB, 2011:64).

#### 3.1 Fiyat İstikrarının Niceliksel Tanımı

Fiyat istikrarının birincil amaç (primary objective) olduğunu açık bir şekilde ortaya koymak amacıyla ECB 1998 yılında niceliksel (quantitative) bir tanımlama yapmıştır. Buna göre fiyat istikrarı avro alanı için Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksinde (Harmonised Index of Consumer Prices-HICP) yıllık %2’nin altındaki bir artış olarak tanımlanmaktadır.

ECB’nin bu fiyat istikrarı tanımlaması bazı yönleriyle eleştirilere maruz kalmıştır. Bu eleştirilerden biri eşik değerlerinin, özellikle tanımlamada kullanılan “%2’nin altındaki artış” ifadesinin belirsizlikler içermesidir. Diğer bir eleştiri ise tanımlamanın muğlak ve asimetric olmasıdır. Zira tanımlamada üst sınır kesin olarak belirlenirken alt sınırın ne olduğu açıklanmamıştır. Dolayısıyla böyle bir tanımlamanın enflasyon beklentileri için bir çapa rolü üstlenemeyeceği vurgulanmıştır (Issing, 2003:11-12).Bu eleştirileri yapanların başında Svensson gelmektedir. Svensson’a göre ECB’nin fiyat istikrarı tanımlamasının enflasyon beklentileri için bir çapa işlevi görebilmesi için tanımlamanın %× gibi bir nokta hedef ya da %×-%y gibi bir hedef aralığı şeklinde tanımlanması gerekir. Böylece faiz oranı kararlarının alınmasında, faiz oranlarının düşebileceği alt sınır engelini aşılıp avro alanında deflasyonist bir spiral oluşması engellenirken, diğer taraftan nominal ücretlerin aşağıya doğru esnek olmamasının vereceği zararlardan da kaçınılmış olur (Svensson, 2003a:2).

Daha sonra para politikasındaki gelişmelerin de etkisiyle bu eleştirileri dikkate alan ECB 2003 yılında başlangıçtaki para politikası amacı olan fiyat istikrarı amacını teyit etmekle beraber tanımlamaya bir açıklık getirmiştir. Buna göre fiyat istikrarı HICP’de orta vadede %2’nin altında ama %2’ye yakın bir artış şeklinde tanımlanmıştır (ECB, 2003). Bu tanımlamada öncesine göre %2’ye yakın gibi daha açık ifadeler kullanılsa da bir nokta hedef veya hedef bandı gibi kesin bir enflasyon hedefinin ortaya konulamamasından dolayı belirsizliklerin az da olsa devam ettiği görülmektedir. Zira %2’ye yakın ifadesi fiyat istikrarının hangi noktadan sonra, %1,7 mi veya %1,8 mi, tehlikeye gireceği ve böylelikle hangi noktadan sonra merkez bankasının müdahalesinin gerekli olduğu belli değildir. Bu ise ECB’nin iletişim stratejisine ve para politikasının anlaşılabilirliğine zarar verebilir.

ECB'nin fiyat istikrarı tanımlaması incelendiğinde aşağıda belirtilen üç temel unsura vurgu yapıldığı görülmektedir:

1.Fiyat değişimlerinin ölçülmesinde HICP endeksinin kullanılması

2.Orta vadeli zaman ufkunun kabul edilmesi

3.Niceliksel tanımlamanın bir gereği olarak, enflasyonun %2'nin altında ama %2'ye yakın (düşük ama pozitif) bir düzeyde gerçekleşmesinin fiyat istikrarına uygun olması,

Para politikası için niceliksel bir hedefin belirlenebilmesinde fiyat endeksinin bazı temel özellikleri barındırması oldukça önemlidir. Bunlar; indeksin kesin bilgiler içermesi (accuracy), güvenilir olması (reliability) ve zamanında elde edilmesi (timeliness) olarak bilinmektedir. ECB fiyat istikrarını nihai bir hedef olarak belirlerken tüm bu özelliklere sahip olan ve üye ülkelerin fiyat endekslerinin bir karışımından oluşan manşet (headline) HICP'yi kullanmıştır.

Fiyat istikrarı tanımlamasında öne çıkan ifadelerden biri de orta vadeli bir zaman ufkunun kabul ediliyor olmasıdır. Orta vadeli zaman ufku bir taraftan para politikasının ileriye yönelik (forward-looking) olmasının gerekliliğini yansıtırken, fiyatlardaki kısa dönemli dalgalanmaların parasal olmayan şoklardan kaynaklandığını ve bu yüzden para politikası tarafından kontrol edilemeyeceğinin örtük bir ifadesidir. Bu ise enflasyonun orta ve uzun vadeli bir fenomen olduğu gerçeğini yansıtmaktadır. Ekonomiler devamlı olarak öngörülmeleyen şoklara maruz kalmakta ve bu durum fiyat gelişmeleri üzerinde olumsuz etkiler oluşturmaktadır. Eurosystem'in performansı değerlendirilirken dolaylı vergilerdeki değişim veya uluslar arası gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen artışlardan kaynaklanan kısa dönemli fiyat şoklarından Eurosystem'in sorumlu tutulamayacağı, gerçek ve anlamlı bir hesap verebilirliğin ancak orta vadede gerçekleşebileceği ifade edilmektedir (ECB, 1999:49). Diğer taraftan para politikasının fiyatları uzun ve değişken gecikmelerle etkilemesinden dolayı merkez bankalarının enflasyonu devamlı bir şekilde belli bir noktada kontrol altında tutması veya kısa bir sürede istenen seviyeye geri getirmesi oldukça zordur. Dolayısıyla para politikası ileriye yönelik bir yaklaşımla hareket etmek suretiyle fiyat istikrarını ancak uzun bir zaman periyodu içerisinde sağlayabilir. Fiyat istikrarı için tehdit olabilen bazı beklenilmeyen ekonomik şoklarla mücadelesinde orta vade yönelimli bir para politikası yaklaşımı aşamalı ve ölçülü bir karşılık verme imkanı sağlaması açısından oldukça önemlidir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankalarının tersine ECB politika ufku için sabit bir süre belirlememiştir. Para politikasının fiyatlar üzerindeki etkisinin değişken olması ve ekonomiyi vuran şoklara karşı optimal para politikası duruşunun şokların cinsine ve büyüklüğüne bağlı olmasından dolayı orta vadeli bir politika ufku şoklarla mücadelede merkez bankalarına gerekli olan esnekliği sağlayabilmektedir. Bununla birlikte orta vadeli bir yaklaşım ekonomide hem gereksiz dalgalanmalardan kaçınmaya hem de üretim ve istihdamın istikrarına imkan sağlar (Gonzalez-Paramo, 2005).

ECB'nin fiyat istikrarını niceliksel bir tanımlama yaparak ilan etmesi şu gerekçelere dayandırılmaktadır. Öncelikle fiyat istikrarının niceliksel tanımlanmasının yapılması ECB'nin uygulamış olduğu para politikasının daha kolay anlaşılmasını sağlayarak şeffaflığını artırır. İkincisi ise hesap verebilirlik ile alakalıdır. Fiyat istikrarının niceliksel bir tanımının yapılmış olması ECB'nin hesap verebilirliği için açık ve ölçülebilir bir kriter sunmaktadır. Zira açık bir şekilde tanımlanmış bir fiyat istikrarının hedefinden sapması durumunda ECB sapmanın nedenlerini ve hedefe nasıl döneceğini açıklamakla yükümlüdür. Üçüncü olarak fiyat istikrarı tanımlaması kamuoyunun enflasyonla ilgili beklentilerinin şekillenmesinde öncü bir rol oynaması açısından oldukça önemlidir. Diğer taraftan fiyat istikrarının açık ve niceliksel bir tanımlanmasının yapılması ECB'nin anti-enflasyonist politikalar yürüteceğine dair bir güvenin tesis edilmesini sağlar. Böylece ECB'nin kredibilitesi de artmış olacaktır (Kieler, 2003:5).

Öte yandan ECB'nin fiyat istikrarı tanımlamasında düşük ama pozitif bir enflasyon oranının tolere edildiği anlaşılmaktadır. Literatürde düşük ve pozitif enflasyon lehine öne sürülen argümanlar ECB'nin fiyat istikrarı yaklaşımı için de geçerli olmaktadır. Bununla birlikte homojen bir ekonomik yapı olmayan

AB'nin farklı gelişmişlik düzeylerinde olan ülkelerin oluşturduğu bir birlik olması ECB'nin fiyat istikrarı tanımlaması için farklı gerekçeler oluşturabilir. Issing bu anlamda ECB'nin düşük pozitif enflasyon ifadesini fiyat istikrarı için uygun bulmasını ve böylece bir hedef olarak belirlenmesini dört temel gerekçeye dayandırmaktadır (Issing, 2003:15-16).

1.Fiyat endekslerinde ortaya çıkan pozitif ölçüm sapmalarından (measurement bias) dolayı gerçek enflasyon oranı resmi fiyat endekslerindeki oranlardan daha düşük olabilir.

2.Aşağı yönlü nominal katılıkların olduğu bir ekonomide, düşük pozitif bir enflasyon oranı fiyat ve ücret ayarlamalarını kolaylaştırabilir.

3.Farklı ekonomik gelişme aşamalarında olan ülkelerin enflasyon oranlarında da farklılıkların olması

4.Fiyat istikrarının bir gereği olarak hem enflasyon hem de deflasyonun zararlarından kaçınma isteği

Öte yandan Ekonomik bir şok durumunda enflasyon hedefi sifıra ne kadar yakın olursa nominal faiz oranlarını sıfırın altına düşürememesinden dolayı para politikasının manevra alanı o kadar daralacaktır. Bu durum düşük pozitif bir enflasyon oranının amaç olarak belirlenmesinde etkili olan önemli bir faktör olarak kabul edilmektedir (Kieler, 2003:4).

### 3.2 İki Sütunlu Analiz

ECB'nin kurulması ile birlikte avro alanında nasıl bir para politikası stratejisinin uygulanacağı konusunda yaşanan uzun tartışmaların ardından enflasyon hedeflemesi ve parasal hedefleme olmak üzere iki ayrı seçenek ön plana çıkmıştır. Bundesbank politikalarının taklit edilmesi suretiyle ECB'nin uygulayacağı parasal hedefleme stratejisi farklı öncelikleri olan Yürütme Konseyi üyeleri arasında bir uzlaşmayı zorlaştırmıştır. Böylece parasal hedefleme stratejisinin tek başına uygulanması seçeneği reddedilmiştir. Parasal hedefleme stratejisinin kabul edilmemesi ECB'nin para ile fiyatlar arasındaki uzun dönemli güçlü ilişkisini önemsemediği anlamına gelmemektedir.

ECB her ne kadar Bundesbank'ın parasal hedefler belirlemek şeklindeki politikasını taklit etmese de enflasyonun parasal bir fenomen olmasından hareketle parasal büyümeye önemli bir vurgu yapmış ve bu amaçla parasal büyüklükler için (M3) bir referans değeri belirlemiştir. Bu anlamda ECB'nin para politikası Bundesbank politikalarından tamamen ayrı düşünülemez (Khan ve Benolkin, 2007:10).

Parasal hedefleme stratejisinde olduğu gibi enflasyon hedeflemesi de ECB'nin para politikası çerçevesini tek başına belirleyen bir strateji olarak kabul edilmemiştir. Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının temelinde enflasyon tahminlerinin güvenilirliği yatmaktadır. Tahminlerin yeterli bilgileri sunamaması ve hem ekonomideki hem de avro alanının kendine has büyük belirsizliklerinden dolayı enflasyon tahminlerinin güvenilir olmaması enflasyon hedeflemesi stratejisinin kabul edilmemesinde önemli etkenler olmuştur (Issing, 2008:261-263).

Öncelikli amacı avro alanı içinde fiyat istikrarının sağlanması olan ECB, ekonomik yapıyı saran büyük belirsizlikler ve bu yapının içinde parasal aktarım mekanizmasının fiyatlar üzerindeki gecikmelerine bağlı olarak ortaya çıkan belirsizlikleri hesaba katarak ileriye yönelik (forward-looking) bir yaklaşımı benimsemiştir. Bu bağlamda ECB para politikasını uygularken sadece bir göstergeye veya modele bağlı kalmanın yanılsamalar yaratabileceği öngörüsüyle hareket etmektedir. Bu yüzden ECB fiyat istikrarını sağlamak için ekonomik şokların doğası ve büyüklüğü ile ilgili değerlendirmeler yapmak ve karar alırken mevcut tüm bilgileri kullanmak zorundadır. Bu bağlamda ECB'nin para politikası stratejisi bir taraftan paraya başat bir rol verirken, diğer taraftan fiyat istikrarına yönelik risklerin geniş tabanlı bir değerlendirmesini yapabilmek için birçok finansal ve ekonomik göstergeden yararlanmaktadır. Bu iki strateji ECB para politikasının iki sütunu olarak ifade edilmektedir.

Para politikası çerçevesini açıklığa kavuşturmak için ECB 1999 yılında hem parasal hedefleme hem de enflasyon hedeflemesinin bazı özelliklerini içinde barındıran “iki sütun” (two pillars) yaklaşımını resmi olarak kabul etmiştir. Fiyat istikrarına yönelik riskleri ortaya koyabilmek için bilgilerin organize edilmesi, değerlendirilmesi ve karşılaştırılmasında ‘iki sütun’ yaklaşımı bir araç olarak kullanılmaktadır.

ECB'nin para politikasında başta parasal analiz birinci sütun, ekonomik analiz ise ikinci sütun olarak dizayn edilmiş ve sütunlar arası bir hiyerarşi oluşturulmuştur. ECB para politikası çerçevesinin ayırt edici özelliği olarak görülen iki sütunlu strateji ilk günden itibaren çeşitli eleştirilere maruz kalmıştır. Özellikle para ve parasal analizin rolü hem akademik hem de merkez bankaları çevreleri arasında tartışmalara neden olmuştur. Bazı yazarlar parasal büyüme ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıfladığını öne sürerek fiyat gelişmeleri konusunda paranın başat bir gösterge olmasını sorgulamışlardır. Buna bağlı olarak para politikası çerçevesinin sorgulanan bir başka boyutu parasal analizin ayrı bir sütun olarak işlev görmesinin ne kadar isabetli olabileceğidir. Bu bağlamda ayrı iki sütun yaklaşımına karşı çıkanlar enflasyon değerlendirmelerinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin ilgili tüm bilgileri içerdiğini ileri sürmektedirler.

Bu eleştirileri yapanların başında Svensson gelmektedir. Svensson, esnek enflasyon hedeflemesini (flexible inflation targeting) işaret ederek, para politikasına yön veren, parasal ve kredi büyüklükleriyle ilgili bilgileri de kapsayan tek sütunlu bir stratejinin daha mantıklı bir seçim olduğunu ileri sürmüştür. Svensson'a göre Eurosystem'in birinci sütunu (parasal analiz) gelecek enflasyon oranları için güvenilmez bir gösterge olduğu için ayrı bir sütun konumu verilmesi yersizdir (Svensson, 2003a:4). Aynı şekilde Gerlach enflasyonist baskılar için paranın ayrı bir gösterge olarak görülmesini eleştirmektedir. Gerlach'ın ortaya koyduğu modele göre gelecekteki enflasyon için para her zaman ve her yerde en iyi bir gösterge olarak görülmemektedir. Bu yüzden para için ayrı bir sütuna ihtiyaç yoktur (Gerlach, 2004:31).

ECB, iki sütunlu hedefleme stratejisine yöneltilen eleştiriler karşısında Mayıs 2003'de 1999 yılının başından bu yana uygulamış olduğu para politikasını gözden geçirerek fiyat istikrarı tanımlaması ve iki sütunlu stratejinin yapısı ile ilgili bazı değişiklikler yapmıştır. Bu değişikliklerle ilgili olarak daha önce ifade edildiği üzere fiyat istikrarı tanımında yıllık %2'lik düzey aynen korunmakla birlikte, tanıma "%2'nin altında ancak bu düzeye yakın" ifadesi eklenmiştir. Diğer taraftan iki sütunlu strateji korunurken, daha önce ilk sütunu oluşturan ve paraya atfedilen önemli rolü yansıtan yaklaşımın ‘parasal analiz’ adı altında ikinci sütunu oluşturacağı belirtilmiştir. Bu anlamda ilk sütunda ekonomik analiz adı altında gelecekteki enflasyon görünümünün geniş tabanlı bir değerlendirmesi yapılacak ikinci sütunda ise parasal analizden elde edilen bilgiler ilk sütuna ilişkin verilerle karşılaştırılarak fiyat istikrarına ilişkin riskler kontrol edilecektir (Svensson, 2003b:2).

Para politikasındaki bu değişimler yanlış anlaşılmalardan kaçınmanın ve iletişim politikasını daha açık ve etkin kılmanın bir yolu olarak görülmüştür. 2003'te M3 büyüklüğü için bir referans değerinin ‘ilan edilmemiş olması’, paraya verilen büyük önemin azaltılması ve sütun hiyerarşisinin sona ermesi ECB stratejisini, öncüsü olan Bundesbank stratejisinden uzaklaştırmış ve böylece parasal hedefleme stratejisi takip etmediği daha da açıklık kazanmıştır.

Fiyat gelişmelerinin belirlenmesinde birbirini tamamlayıcı bir perspektif üzerine kurulu olan iki sütunlu yaklaşım geçici şokların yanında orta ve uzun dönemdeki parasal faktörleri de gözetin bir strateji olarak uygulanmaktadır. Böylece fiyat istikrarına yönelik risklerin değerlendirilmesinde ilgili bilgilerin tamamından yararlanılması amaçlanmakta ve buna bağlı olarak farklı perspektiflere ve bilgilerin karşılaştırılmasına önem verilmektedir (ECB, 2004:55). Para politikasının duruşunu tam olarak ortaya koyabilmek için kısa dönemli konjonktürel gelişmeler, makro ekonomik değişkenlere ait tahminler, varlık fiyatları analizleri ve parasal büyüklükler gibi farklı kaynaklardan gelen bilgiler karşılaştırılarak değerlendirmeler yapılmaktadır. Karşılaştırmanın yapılması, ekonomik şoklara karşılık verilirken uzun dönemde parasal gelişmelerin ECB'nin fiyat istikrarı amacı ile uyum içinde olmasının gerekliliğini görmek açısından önemlidir (Issing, 2004:175).

İki sütunlu stratejinin kabul edilmesi ECB'ye iki farklı zaman ufkunda enflasyon üzerinde etkisi olan iki farklı veri setini birbirinden ayırt edebilme imkanı tanımaktadır. ECB bir taraftan enerji fiyatları, döviz kurları, arz şokları gibi enflasyonu kısa sürede etkileyebilen değişkenleri teşhis (identify) ederken, diğer taraftan parasal analizi kullanarak orta ve uzun vadede enflasyonu belirleyen değişkenler üzerinde odaklanmaktadır (Schwartz, 2008:31). Ne var ki bazı ekonomistlere göre, her bir sütunun birbiriyle çelişen sinyaller vermesi durumunda para otoritelerinin ne yapacakları konusunda bir ikileme karşı karşıya kalabilirler. Yarattığı bu belirsiz politika duruşundan dolayı iki sütunlu yaklaşıma kuşkuyla yaklaşılmaktadır (Kolesar, 2007:193 ve Gali, 2010:4). Bununla birlikte Fisher vd. her iki sütunun birbiriyle çatışan sinyaller vermesi durumunda ekonomik analizin kararlar üzerinde daha etkili olacağını ifade etmektedir (Fisher vd., 2006:35)

Fiyat istikrarı amacı gerçekleştirilirken faiz oranlarının nasıl ayarlanacağı konusunda iki sütunlu strateji önemli bilgiler sunmaktadır. Öncelikle enflasyon ile arasındaki uzun dönemli istikrarlı ilişkisinden dolayı ECB M3 büyüklüğü için bir referans değeri belirlemiştir. Referans değeri, ekonomik analiz sütunu ile birlikte, uygulanan para politikasının fiyat istikrarı ile uyumlu olup olmadığının belirlenmesinde çifte kontrol rolü oynamakta ve faiz oranları bu bilgilere göre belirlenmektedir. ECB bu anlamda parasal büyüklüğün referans değerinde yaşanan kısa dönemli sapmaların para politikasının duruşunu belirlemesi hususunda önemli bilgiler sunamayacağını, parasal verilerin ancak uzun dönemde anlamlı olacağından hareketle, kısa dönemde fiyat istikrarı üzerinde etkili olan etmenleri de belirleyebilmek için ekonomik analiz sütununu oluşturmuştur. Bu aynı zamanda ECB açısından para politikasının yürütülmesinde parasal büyüklüklerin yeterli olmadığını da göstermektedir.

### 3.2.1 Ekonomik Analiz

Para ile fiyatlar arasındaki ilişkinin uzun dönemli bir fenomen olmasından dolayı para politikası parasal verilerdeki kısa dönemli hareketlenmeler karşısında anında tepki vermesi söz konusu olamaz. Bu yüzden ECB'ye göre parasal veriler politika yapımcılar için çok önemli bilgiler içerse de fiyat istikrarının sürdürülmesine yönelik uygun bir para politikasının belirlenmesi için yeterli olamaz. Dolayısıyla, parasal analize paralel olarak, avro alanında fiyat gelişmeleri için geniş tabanlı bir değerlendirmeye ihtiyaç vardır. Birçok ekonomik göstergenin kullanılarak yapıldığı bu değerlendirme ECB para politikası stratejisinin ilk sütununu oluşturan 'ekonomik analiz'dir (Issing, 2008:264).

Ekonomik analiz veya sütun esas olarak cari ekonomik ve finansal değerlendirmeler üzerine yoğunlaşır. Kısa ve orta vadede fiyatlar; ücretler gibi parasal olmayan faktörler, döviz kuru, enerji ve ithalat fiyatları, dolaylı vergiler vb. faktörler tarafından belirlenir. Ekonomik analize konu olan bu değişkenler aynı zamanda reel ekonominin dinamikleri ile arz-talep ilişkilerinden kaynaklanan kısa dönemdeki fiyat gelişmelerinin değerlendirilmesinde de önemli katkılar sağlamaktadırlar. Ekonomik analizde aynı zamanda getiri eğrisi, bono ve gayrimenkul fiyatları gibi finansal sektör verileri de kullanılarak değerlendirmeler yapılır (Issing, 2009:8-9). ECB aynı zamanda para politikası duruşunun uygunluğunu değerlendirirken tüm bu değişkenleri kullanmak suretiyle türetmiş olduğu enflasyon tahminlerini dikkate almanın yararlı olacağına vurgu yapmaktadır. Bu anlamda ECB uluslar arası organizasyonlar ve piyasa katılımcılarının enflasyon tahminlerini değerlendirmenin yanında gelecek enflasyon ile ilgili kendi tahminlerini de yapmaktadır (ECB, 1999:49).

Diğer taraftan ekonomik analizde, ekonomiyi vuran şokların kaynağının ve doğasının belirlenmesi, maliyet ve fiyatlama davranışları üzerindeki etkilerinin ortaya konulması açısından da önemlidir. Bu yüzden en uygun bir kararın alınması için mevcut ekonomik durumun ve fiyat istikrarını tehdit eden şokların derecesinin ve doğasının çok iyi anlaşılması gerekir. Örneğin uluslararası petrol fiyatlarındaki geçici bir artıştan kaynaklanan enflasyonist şoklara karşı para politikasının vereceği bir tepki ile ücret artışlarından kaynaklanan fiyat artışlarına vereceği tepki birbirinden farklıdır. Zira geçici şoklar yüksek enflasyon beklentilerine neden olmadığı müddetçe fiyatlar kısa bir süre sonra eski seviyesine geri döneceklerdir. Oysa ücretlerdeki aşırı artış "yüksek maliyetler - yüksek fiyatlar - yüksek ücret talepleri" spiralinin oluşumuna neden olur. Bu durumda merkez bankası fiyat istikrarı taahhüdü çerçevesinde



enflasyon beklentileri üzerinde etkili olabilecek politikalar uygulamalıdır. Bu bağlamda ECB avro alanı içinde toplam üretim, talep ve emek piyasası koşullarını düzenli bir şekilde gözden geçirmekte ve makroekonomik projeksiyonlarını üç ayda bir yayınladığı para politikası bültenlerinde açıklamaktadır (ECB, 2011:71).

Ekonomik analiz çerçevesinde ECB'nin döviz kuru ve faiz oranı verileri ile çeşitli ekonomik modellere dayandırarak ilan ettiği makroekonomik değişkenlere ait projeksiyonlar bazı belirsizlikler taşımamasından dolayı bir nokta değer olarak değil bir aralık şeklinde sunulmaktadır. Bazı enflasyon hedefleyici ülkelerde enflasyon tahminlerine biçilen rolün aksine bu projeksiyonlar ECB'nin bir taahhüdü anlamına gelmemekte, sadece faiz oranları kararlarının verilmesinde kullanılan bilgilerin bir kısmını oluşturmaktadırlar. Öncelikle projeksiyonlar genel olarak kesin olmayan, farklı ve tartışmalı modeller çerçevesinde yapıldığı için ortaya çıkan sonuçların tekrar bir filtreden geçirilmesinin gerekliliğine vurgu yapılmaktadır. Diğer taraftan ortaya çıkan kısa dönemli sapmalardan dolayı projeksiyonlar uzun dönemde enflasyonu etkileyen parasal faktörleri hesaba katamazlar. Bu yüzden ECB para politikasını tüm bilgilerin karşılaştırıldığı enflasyon analizi sonuçlarını gözetecek şekilde uygulamalıdır. Bilgilerin karşılaştırılmasıyla politika yapıcılar orta vade yönelimli bir politikaya odaklanmak için parasal faktörleri analize katarak beklenen enflasyon trendini açıklayabilirler (Schwartz, 2008:32).

Verilerin ve araçların son zamanlarda daha kolay elde edilmesine bağlı olarak ekonomik analizin giderek genişlediği ve zenginleştiği görülmektedir. Ekonomik gelişmelerin daha iyi anlaşılmasına yönelik geliştirilen birçok araç kısa dönem analizlerin daha güvenilir olmasını sağlamakta ve avro alanı ekonomisi için yapılan projeksiyonlara destek olmaktadır.

Literatürde ekonomik analiz ile enflasyon hedeflemesi stratejisi arasında önemli benzerliklerin olduğuna dair çeşitli yorumlar yapılsa da ECB en başından beri fiyat istikrarı ile uyumlu olan hedef ilanının bir enflasyon hedeflemesi stratejisi anlamına gelmemesi gerektiğini özellikle vurgulamıştır. Bir nokta veya aralık hedefinin kabulü veya ilan edilmesi birçok strateji ile birlikte uygulanmakla beraber bunun enflasyon hedeflemesi uygulamasından nasıl ayırt edileceği oldukça zordur. Zira 1990'lardan bu yana merkez bankalarının birçoğu fiyat istikrarının kantitatif tanımlamasını yaparak adeta bir enflasyon hedefi taahhüdüyle kendilerini yükümlü kılarken, tamamının tek tip bir strateji uygulamadıkları görülmektedir. Bu bağlamda para politikasının amacı (fiyat istikrarı) üzerinde bir konsensüs sağlanırken, en iyi operasyonel stratejinin ne olduğu hala akademik tartışmalara açık bir konudur.

### 3.2.2 Parasal Analiz

1970'lerde yaşanan yüksek enflasyon oranlarının ardından Monetarizm önemli bir zafer kazanmış olsa da daha sonrasında parasal büyüklüklerin hem akademik çevrede hem de pratikte nominal çapa olma özelliği azalmıştır. Fiyat istikrarını öncelikli amaç olarak belirleyen merkez bankalarının bir çoğu bugün enflasyon hedeflemesi stratejisini kabul etmekte ve bu bağlamda nominal çapa olarak parasal büyüklükleri değil enflasyon tahminlerini kullanılmaktadırlar. Enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemeyen merkez bankalarından FED de para politikasında parasal büyüklüklere fazla vurgu yapmamaktadır. FED'den Laurence Meyer paranın, en azından ABD'de, para politikasının yürütülmesinde önemli bir rolünün olmadığını ifade etmektedir (Meyer, 2001:1). Paranın enflasyon hedefleyici ekonomilerde nominal bir çapa olarak kullanılmaması para politikasında paranın önemli olmadığı şeklinde genel bir yargının doğru olduğu anlamına gelmez. Zira paranın aktarım mekanizmasındaki rolü yanında beklentileri yönlendirme rolü yadsınmaz. Bu bağlamda ECB'nin para politikası uygulamaları önemli bir örneklik teşkil etmektedir. Trichet (2008)'e göre avro alanında enflasyon beklentileri üzerinde paranın oldukça güçlü bir rolü bulunmaktadır (Trichet, 2008:332) Her ne kadar parasal hedefleme stratejisi uygulamasa da, fiyat istikrarını öncelikli amaç olarak belirleyen ve bu anlamda önemli bir başarı sağlayan ECB diğer büyük merkez bankaları arasında paraya özel bir rol verdiğini açık bir şekilde ilan eden tek kurumdur (Reichlin, 2008:5). Bu durum ECB'yi diğer merkez bankalarından ayırt eden önemli bir faktör olarak görülmektedir (Issing, 2010:14). ECB'ye göre fiyat istikrarını amaç edinen bir para politikası için para; doğal, kesin ve güvenilir bir "nominal çapa" olarak görülmektedir (ECB, 1999:47). ECB'nin paraya atfettiği bu rolden dolayı para

politikası stratejisinin sütunlarından birini ‘parasal analiz’ şeklinde oluşturmuştur. ECB’nin iki sütunlu analizinde başta birinci sütun olarak belirlenen parasal analiz 2003’te gerçekleştirilen revizyonla ikinci sütun olarak fonksiyonunu sürdürse de ECB’nin para politikası stratejisinde paranın rolü önemini korumaktadır. Dolayısıyla para, orta ve uzun vadede fiyat istikrarı odaklı ECB’nin para politikasının dizayn edilmesinde temel bir gösterge olarak kullanılmaya devam etmektedir.

Parasal analiz, para ile fiyatlar arasındaki uzun dönemli ve pozitif ilişkiyi açıklamaya odaklanmaktadır. Böylece politika kararlarının alınması ve olası sonuçlarının değerlendirilmesi sadece ekonomik ve finansal koşullardan kaynaklanan kısa vadeli göstergelere göre değil parasal ilişkiler temelinde de yapılmaktadır. Böylesi bir yaklaşım ekonomik şokların geçici etkilerinin ötesinde fiyat istikrarının sağlanması konusunda merkez bankasına geleceğe dönük bir bakış açısı kazandırmakta ve merkez bankasının zaman ufkunu genişletmektedir.

Özellikle küresel finansal krizle birlikte fiyat istikrarı ile finansal istikrarın ayrılmaz bir bütün oldukları anlaşılmıştır. Buradan hareketle merkez bankalarının birçoğunda olduğu gibi ECB de finansal istikrarı sağlayan bazı mekanizmalar oluşturarak fiyat istikrarının yanında finansal istikrara da ağırlık verdiği görülmüştür. ECB’nin temel amacı Avro alanı içinde fiyat istikrarının sağlanması olsa da parasal analizin fiyat istikrarı dışında finansal istikrar için de önemli bilgiler taşımaktadır. Parasal analiz finansal sistemdeki bozulmaları ve uzun dönemde fiyat istikrarı üzerindeki olası etkilerinin ortaya konulmasına yardımcı olabilmektedir. Dolayısıyla uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması bir anlamda finansal sistemin daha sağlam olmasını gerektirmektedir. ECB’ye göre parasal analiz sütunu finansal sistemdeki bozulmaları görmek açısından oldukça uygun bir araçtır (Papademos, 2008:202)

ECB’nin para politikası stratejisinde parasal analizi öne çıkarmasının temelinde parasal büyüklüklerin nominal çapa olmasına dair özellikleri yatmaktadır. Öncelikle, parasal büyüme ile enflasyon arasında uzun dönemde var olduğu kabul edilen güçlü ilişkiden dolayı ECB parasal analize önemli rol atfetmektedir. Son dönemlerde bankacılık alanında yaşanan reformlar parasal büyüklükler ile fiyat gelişmeleri arasındaki ilişkinin zayıflaması ve istikrarsızlaşmasına neden olsa da diğer ülkelerle karşılaştırıldığında, yapılan çalışmalar bu ilişkinin avro alanı içinde M3 talep fonksiyonunun istikrarlı olduğunu (Brand ve Cassola, 2000:7, Calza vd, 2001:18) ve parasal büyüklüklerin ile enflasyon arasında önemli bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Bu yüzden gelecek enflasyon oranlarının tahmin edilmesinde parasal büyüklüklerin gerekli bilgileri içerdiği ve bu anlamda önemli bir gösterge olduğu ifade edilmektedir (Nicoletti Altimari, 2001:9, Masuch vd, 2002:23-24, Hofmann, 2008:39). ECB’nin para politikası stratejisinde parasal analize yer vermesinin bir başka nedeni, gelecek dönemlerdeki fiyat gelişmelerinin göstergesi olması bakımından diğer alternatif göstergelere göre parasal verilerin doğruluk derecesinin daha yüksek olması ve zamanında elde edilmesidir. ECB’nin parasal analize özel bir konum vermesinin nedenlerinden biri de varlık piyasasındaki dalgalanmaların parasal büyüklüklerdeki ve özellikle de kredilerdeki hareketlenmelerle yakın ilişki içinde olmasıdır (ECB, 2000:40).

Parasal büyüklükler ve kredilerdeki dalgalanmaları yakın ve detaylı bir şekilde gözlemleyen ve bu anlamda parasal hareketlenmelerin geniş tabanlı bir analizini içeren parasal sütun varlık fiyatlarındaki istikrarsızlaştırıcı dalgalanmalara daha doğru tepki verebilecektir. Bu yönüyle parasal analizin sadece parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki bir ilişkiden yola çıkarak fiyat istikrarı amacı taşımadığı, aynı zamanda finansal istikrarı da amaçlayan bir analiz olduğunu söylemek gerekir.

Parasal büyüklüklerin bu avantajları yanında Gerlach parasal hedefleme yapan Bundesbank’ın başarılı para politikasının da ECB’nin parasal analiz sütununu para politikası stratejine sokmasında önemli rol aldığını ifade etmektedir (Gerlach, 2004:12).

ECB’nin tarifine göre enflasyon, sonuç olarak parasal bir fenomendir. Bu yüzden Yürütme Konseyi (Governing Council) Eurosystem stratejisinde paraya öncü bir rol vermenin önemli olduğunu kabul etmektedir. Bu bağlamda parasal büyüme (M3) için kantitatif bir referans değeri ilan eden ECB söz konusu referans değerinde olması gereken iki özelliğine vurgu yapmaktadır. Birincisi, parasal büyüme için belirlenen bu referans değeri öncelikle fiyat istikrarı amacına hizmet etmeli ve onunla uyum içinde

olmalıdır. Bunu sağlamak için paranın avro alanında orta vadede fiyat düzeyi ile istikrarlı bir ilişkisi olmak zorundadır. Bu bağlamda referans değerinde görülen büyük ve uzun süreli parasal sapmalar, normal şartlarda, fiyat istikrarının tehlikede olduğunu gösteren sinyallerdir. ECB'ye göre bu özellik, hem para ile fiyat seviyesi arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığını hem de fiyat seviyesindeki gelişmelerin en önemli göstergesinin parasal büyüme olduğunu gerektirmektedir (ECB, 1999:47-48). Dolayısıyla ECB parasal büyümenin sınırını M3 büyüklüğünde %4.5 olan referans değeri ile karşılaştırarak belirler. Böyle bir karşılaştırma politika yapımcıların faiz oranları kararları üzerinde etkili olur. M3 büyüklüğünün referans değerinden daha yüksek olması daha sıkı bir para politikasına neden olacağını gösterir (Ball, 2010:39).

ECB, parasal büyüme için bir referans aralığı yerine spesifik bir referans değerini ilan etmeyi daha uygun bir tercih olarak görmüştür. Böyle bir tercihte bulunmanın altında ise, referans aralığının ilan edilmesi durumunda parasal büyüme aralık dışına çıkması durumunda faiz oranları otomatik olarak değişeceği şeklinde kamuoyunda yanlış bir anlaşılmanın oluşabilme ihtimali yatmaktadır. Bu ise para politikası stratejisinde referans değerinin rolüne ters düşmektedir. Referans değeri fiyat istikrarına yönelik alınan faiz oranı kararlarında bilgilendirici bir rol oynamaktadır (ECB, 1999:49). Bu bağlamda ECB'ye göre referans değeri bir hedef değil sadece bir kıyaslama aracı olarak görülmelidir. Bu yüzden parasal büyümenin referans değerinden sapması durumunda bu saptmaya neden olan ekonomik şokun teşhis edilmesi ve gelecek enflasyon oranları üzerindeki olası etkilerinin anlaşılması için daha ileri düzeyli bir analiz yapılır (Khan ve Benolkin, 2007:10)

Bazı çalışmalarda avro alanı içinde parasal büyüklükler (M3) ile enflasyon arasındaki uzun dönemli pozitif ilişkinin diğer ülkelere göre daha güçlü ve istikrarlı olduğuna dair sonuçlar ortaya çıksa da Gerlach parasal sütunun iki nedenden dolayı eleştirilere maruz kaldığını ifade etmektedir. Birincisi, araştırmalarda Yürütme Konseyi'nin aldığı faiz oranı kararları ile M3 büyüme oranı arasında herhangi bir ilişkinin gözlenmemiş olmasıdır. İkincisi ve görece olarak daha önemlisi enflasyon sürecinde ve faiz oranlarının belirlenmesinde paranın kesin etkilerinin ECB tarafından detaylı bir şekilde ortaya konulmamış olmasıdır. Zira Gerlach'a göre ECB parasal büyüme ile fiyatlar arasındaki pozitif ilişkiye neden inandığının resmi bir açıklamasını yapmamıştır. Bunun ötesinde ECB para politikası stratejisinde paranın rolünü açıklarken açık olmayan ve tanımlanması zor bir terminoloji kullanmaktadır. Bu yüzden ECB parasal sütun ile ilgili tüm bu şüpheleri ortadan kaldırmak için paranın enflasyon sürecindeki rolüne dair daha açık ve şeffaf bir açıklama yapılmalıdır (Gerlach, 2004:3-5).

#### 4.Sonuç

ECB'nin Ocak 1999'da ilan etmiş olduğu para politikası stratejisinin üç özelliğinin öne çıktığı görülmektedir. Birincisi, ECB fiyat istikrarını gerçekleştirilmesi gereken öncelikli bir amaç olarak kabul etmiştir. Bu amaca bağlı olarak ECB fiyat istikrarının niceliksel bir tanımlanmasını yapmıştır. Başta fiyat istikrarını Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksi'nde yıllık %2'nin altındaki bir artış olarak tanımlayan ECB, enflasyon beklentileri için bir çapa oluşturmayacağı gibi bazı eleştirileri de dikkate alarak Mayıs 2003'te tanımlamada “%2'nin altındaki artış” ifadesini “%2'nin altında ama %2'ye yakın” şeklinde değişiklik yapmıştır. Böyle bir tanımlamaya yönelik eleştiriler devam etse de deflasyon riskini azaltması ve beklentiler için daha sağlam bir çapa olması açısından değişikliğin isabetli olduğu ifade edilmektedir. Fiyat istikrarı ECB'nin öncelikli bir amacı olsa da özellikle küresel kriz sonrasında diğer birçok merkez bankası gibi ECB de finansal istikrarın sağlanmasına ağırlık vermiş ve bu konuda önemli mekanizmaları devreye sokmuştur.

ECB para politikasının ikinci bir özelliği ise “orta vade yönelimli” bir stratejinin uygulanıyor olmasıdır. Böyle bir yaklaşımın temelinde para politikasının fiyatları uzun ve değişken gecikmelerle etkilediğine dair pratik ve teorik deneyimlerin var olmasıdır. Kısa dönemde fiyat gelişmeleri üzerinde etkili olamayacağı düşüncesiyle ECB üretimdeki dalgalanmaları da hesaba katarak şoklara karşı aşamalı bir şekilde karşılık vermektedir.

ECB para politikasının üçüncü ve ayırt edici özelliği ise “iki sütunlu” bir analizin yapıyor olmasıdır. Para politikası kararları üzerindeki en belirleyici faktör olarak bilinen iki sütunlu analizde bir tarafta fiyatlar üzerinde para politikasının kontrolünde olmayan kısa dönemli gelişmelerin değerlendirildiği “ekonomik analiz”, diğer tarafta ise enflasyonun parasal belirleyicilerinin, yani fiyatlar üzerindeki uzun dönemli gelişmelerin değerlendirildiği “parasal analiz” bulunmaktadır. ECB, iki sütunlu stratejiyi fiyat istikrarına yönelik risklerin değerlendirilmesi için bilgilerin organize edilmesinde etkili bir araç olarak görmektedir.

Paraya verdiği önemi göstermesi açısından ECB parasal büyüklükler için (M3) bir referans değeri belirlemiş ve aynı zamanda stratejinin uygulandığı ilk yıllarda parasal analiz birinci sütun olarak kabul edilmiştir. Daha sonra 2003’te yapılan değişiklikle ilk sütuna ekonomik analiz yerleştirilse de sütunlar arasındaki hiyerarşinin sona erdiği görülmektedir. Bununla birlikte ECB politikasında paranın fonksiyonu ağırlığını devam ettirmektedir. ECB’ye göre çoğu zaman parasal büyüklüklerden gelen bilgilerin analiz ve karar alma sürecine nasıl girdiğini anlamak zor olsa da merkez bankalarının parasal bilgileri tamamen göz ardı etmesi düşünülemez. Bununla birlikte parasal analiz sütununun ekonomik sütun ile birleştirilerek “tek sütun” yaklaşımının kabul edilmesi yönündeki önerilere ECB tamamen kapalı olmadığını ima etmektedir. Zira ECB yöneticileri tek sütunlu bir yaklaşım kabul edilmeden önce bununla ilgili teorik ve ampirik alt yapının hazırlanması gerektiği ancak bunun da zaman alabileceğini ifade etmektedirler.

Hibrid bir para politikası stratejisi kabul eden ECB, hem Bundesbank’ın kullandığı ‘parasal hedefleme’ ile benzerlik göstermekte (parasal analiz) hem de enflasyon hedeflemesinin bazı unsurlarını içermektedir (ekonomik analiz). Fiyat istikrarı için niceliksel bir tanımlamanın yapılmış olması, para politikası uygulama ve karar alma sürecinin şeffaf olması, ileriye yönelik (forward looking) bir strateji olması ve mevcut tüm bilgilerin kullanılması ECB stratejisi ile enflasyon hedeflemesinin ortak noktalarıdır. Diğer taraftan enflasyon hedeflemesinin parasal büyüme ile enflasyon arasındaki ilişkiyi göz ardı etmesi ECB para politikasıyla ayrışmasındaki en temel noktadır. Enflasyon hedeflemesi için kullanılan modeller esasen reel ekonomi modelleri olduğu için parasal büyümenin fiyat gelişmeleri üzerinde bir etkisinin olmadığı kabul edilmektedir. Bu yüzden ECB bir enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamadığını ısrarla vurgulamaktadır. Diğer taraftan ECB stratejisinde fiyatlar ile parasal büyüme arasındaki ilişkinin önemine vurgu yapılsa da para politikası stratejisinde fiyat hareketleri üzerine ‘geniş tabanlı değerlendirme’ yapmayı da önemseyeceğini belirtmesi ECB’nin bir anlamda parasal hedefleme yapmadığı anlamına gelmektedir.

ECB’nin iki sütunlu para politikası stratejisi FED’in para politikası ile de bazı yönleriyle ayrışmaktadır. Öncelikle ECB’nin öncelikli amacı fiyat istikrarının sağlanması iken FED fiyat istikrarı ve sürdürülebilir ekonomik büyüme amaçlarına eşit bir ağırlık vermek suretiyle iki amaçlı (dual mandate) bir yaklaşımı kabul etmektedir. Diğer taraftan ECB öncelikli amacı olan fiyat istikrarı tanımının niceliksel bir tanımlamasını yaparak ilan ederken FED fiyat istikrarının niteliksel bir tanımlamasını yapmaktadır. Bu bağlamda ECB’nin niceliksel tanımlaması enflasyon beklentilerinin nominal çapa olmasını kolaylaştırırken FED’e göre daha şeffaf ve hesap verebilir olmasını sağlamaktadır.

Sonuç olarak ECB’nin para politikası stratejisi; enflasyon hedeflemesi, parasal hedefleme ve FED’in para politikası strateji ile ortak yönleri olsa da bu para politikası stratejileri ile tam olarak örtüşmeyen kendine has hibrid bir stratejidir.

### **Kaynakça**

- Bagis B. (2017) Monetary Policy Divergence and Central Banking in the New Era. In: Dinçer H., Hacıoğlu Ü. (eds) *Risk Management, Strategic Thinking and Leadership in the Financial Services Industry*. Contributions to Management Science. Springer, Cham.
- Ball, L.(2010).The Performans of Alternative Monetary Rejimes, *NBERWorkingPaper* 16124,
- Blinder A., Ehrmann, M., Haan, J., & Jansen, D.J. (2017). Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy After The Crisis, *ECB Working Paper* 2047
- Brand, C. N. Cassola (2000), A Money Demand System for the Euro Area M3, *ECB Working Paper No. 39*.
- Calza, A., D. Gerdesmeier, J. Levy (2001). Euro Area Money Demand: Measuring the Opportunity Costs Appropriately, *IMF Working Paper No.01/179*.

- ECB (1999), Montly Bulletin, January 1999, [www.ecb](http://www.ecb) (Erişim:15.08.2017)
- ECB (2003), The ECB's Monetary Policy Strategy, press release, May 8 2003, [www.ecb](http://www.ecb) (Erişim:11.08.2017)
- ECB (2004), Montly Bulletin, November 2004, [www.ecb](http://www.ecb) (Erişim: 10.09.2017)
- ECB (2011), The Monetary Policy of the ECB, <http://www.ecb.europa.eu> (02.08.2017)
- Fischer, B, M. Lenza, H. Pilland L. Reichlin (2006). <https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/cbc4/ReichlinPillLenzaFisher.pdf> (Erişim:15.08.2017)
- Gali, J. (2010). The Monetary Pillar and the Great Financial Crisis, Barcelona Economics Working Paper, No.469
- Gerlach, S. (2004).The Two Pillars of the ECB, 39th Panel Meeting of Economic Policyin Dublin, April 16-17,
- Gonzalez-Paramo, J.M. (2005),The European Central Bank's Monetary Policy In An İnternational Context: Principles and Challenges, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp050623.en.html>, (Erişim: 09.09.2017)
- Hofmann, B. (2008). Do Monetary Indicators Lead Euro Area Inflation?, ECB Working Paper, 867
- Issing, O. (2003) (ed.), "Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy" Frankfurt,
- Issing, O. (2004). Inflation Targeting: A View From The ECB, Jeremy M. Pigerand Daniel L. Thornton (Ed) Inflation Targeting: Prospects and Problems, içinde (ss. 169-179), Federal Reserve Bank of St. Louis, Volume 86, No.4,
- Issing, O. (2008). The ECB's Monetary Policy Strategy: Why Did We Choose A Two Pillar Approach?, in (eds) Andreas Beyer, Lucrezia Reichlin, "The Role of Money-Money and Monetary Policy in TheTwenty-First Century" Fourth Central Banking Conference,
- Issing, O. (2009). "In Search of Monetary Stability: The Evolution of Monetary Policy", BIS Working Papers, No. 273,
- Issing, O. (2010). The Development of Monetary Policy in the 20th Century – Some Reflections, Colloquium at theNational Bank of Belgium Brussels,
- Khan, G.A., Benolkin, S. (2007). The Role of Money in Monetary Policy:Why Do the Fed and ECB See It So Differently?, Federal Reserve Bank Of Kansas City, Economic Review Third Quarter, 5-36
- Kieler, M.(2003). The ECB's Inflation Objective, *IMF WorkingPaper*, No.91,
- Kolesar, M. (2007) 'Frankfurt or Landon? Comparison of The Monetary Policy of The ECB That of England'*StudentEconomicReview, Vol. 21*, 191-198
- Masuch, K., Nicoletti- Altimari, S., Pill, H., & Rastagno, M. (2002). Why "A Prominent for Money" Prepared for the AEA meetings in Atlanta, 4-6 January 2002
- Meyer, H.L. (2001). Does Money Matter, Federal Reserve Bank Of St. Louis, Review Sptember/October 2001, 1-15
- Nicoletti- Altimari, S. (2001), Does Money Lead Inflation in the Euro Area? ECB Working Paper 63
- Papademos, L. (2008). The Role of Money in The Conduct Of Monetary Policy, in "The Role Of Money And Monetary Policy in The Twenty- First Century" Bayer, A. Reiclin L. (eds), Forth ECB Central Banking Conference
- Reichlin, L. (2008), The Role Of Money And Monetary Policy in The Twenty- First Century, Bayer, A. Reiclin L. (eds), Forth ECB Central Banking Conference
- Schwards, P.,Castaneda, J., Mayes, D., Sibert A. &Wood, G. (2008). Comparison of Monetary Policy Strategies of Major Central Banks' European Parliament, Policy Department Economic and Scientific Policy Study
- Svensson, L.E.O. (2003a)"How Shouldthe Eurosystem Reform its Monetary Strategy"[www.princeton.edu/Svensson](http://www.princeton.edu/Svensson)(Erişim:20.08.2017)
- Svensson, L.E.O. (2003b). İn the Right Direction, but not Enough: The Modification of the Monetary Policy Strategy of the ECB, [www.princeton.edu/Svensson](http://www.princeton.edu/Svensson), (Erişim: 23.08.2017)
- Trichet, J.C. (2008). The Role of Money: Money and Monetary Policy at The ECB, in "The Role Of Money And Monetary Policy in The Twenty- First Century" Bayer, A. Reiclin L. (eds), Forth ECB Central Banking Conference
- Yıldız H., Yıldırım D.Ç. (2015). The Effects Of 2008 Crisis On The Financial Sustainability In Eurozone: A Comparison of Pre and Post Crisis Period, *Global Journal of Advaced Research*, 2 (6), 1046-1057
- Yıldız, H., Yıldırım D.Ç. (2014). An Empirical Study On Fiscal Sustainability in Eurozone, *Serbian Journal of Management* 9 (1) (2014) 59 - 70