

TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE PARA POLİTİKASININ GÖRÜNÜMÜ

Fikret KARTAL*

ÖZET

2000 yılında uygulanan ekonomik programın esas aldığı döviz çapasının krizle neticelenmesi, parasal çapaların ise para arzı ve enflasyon arasındaki bağı zayıflaması gibi sebeplerle önemini kaybetmesinden dolayı, kronik hale gelen enflasyonla mücadelede enflasyonun kendisinin doğrudan çapa olarak alınması görüşü gündeme gelmiştir. Örtük ve açık enflasyon hedeflemesinin 2002-2010 döneminde Türkiye uygulamasından fiyat istikrarı açısından elde edilen sonuçlar ve TCMB'nin kredibilite sorunu ile para politikasındaki belirsizlikler çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon, Para Politikası, Enflasyon Hedeflemesi, Merkez Bankası.

JEL Sınıflaması: E31, E42, E52, E58.

Abstract

The stabilization policy based on a crawling exchange rate peg adopted in 2000 ended up with the crisis and Turkey started to implement a new economic program. Because other monetary re-

* Dr., Birleşik Fon Bankası A.Ş. Teftiş Kurulu Başkan Yardımcısı, E-mail: fkartal@fonbank.com.tr

gimes did not give the desired results, the Central Bank opted to directly anchor inflation. This paper attempts to provide results of the implicit and explicit inflation targeting strategies in terms of price stability between 2002-2010 and evaluate the credibility of the Central Bank and the uncertainty of monetary policy in current conditions.

Keywords: Inflation, Monetary policy, Inflation targeting, Central Bank.

JEL Classification: E31, E42, E52, E58.

Giriş

Türkiye, kronik hale dönüşmesini engelleyemediği yüksek oranlı enflasyonla birlikte kamu kesimi gelir-gider dengesizliği ve istikrarsız büyüme oranlarını birarada yaşamış, gerekli yapısal ve iktisadi reformların yapılamaması içinde bulunulan çıkmazı derinleştirmiştir. Serbest piyasa ekonomisine uyum amacıyla köklü reformlara imza atılan 1980'li yıllardan itibaren 1988-89, 1991, 1994, 1998-1999, 2000-2001 dönemlerinde ciddi ekonomik ve sosyal sıkıntılar yaşanmış, sürekli olarak uygulanmak zorunda kalınan ve orta vadede istenen sonuçların alınamadığı istikrar programları ile enflasyonla mücadele edilmeye çalışılmıştır. Ancak temel dengesizliklerin sonlandırılmaması yaşanacak bir sonraki krizin temellerini atmıştır. Bu durum enflasyonu oluşturan nedenlerin farklı açılardan irdelenmesine yol açmıştır.

Türkiye'de enflasyonist sürecin sonlandırılması için enflasyonun temel sebebinin parasal bir olgu olduğunun kabul edilmesi ve parasal genişlemenin ortadan kaldırılması gereğini vurgulayan görüşler bulunmaktadır. Bunun aksine, 1980'li yıllardan sonra uygulanan neo-liberal reçetelerin yapısal ve yapışkan özellik taşıyan enflasyonu parasalcı araçlarla düşürmeye çalışıldığını, ancak başarısız sonuçlar alındığını ifade eden fikirler de ileri sürülmektedir.

Enflasyonla mücadelede parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerini uygulayan Türkiye fiyat istikrarını sağlamak

amacıyla 2002 yılından itibaren örtük ve açık enflasyon hedeflemesi politikasını tercih etmiş, yapısal ve izlenen politikalardan kaynaklı sorunları bünyesinde taşıyan, temel istikrarsızlıkların sebebi ve aynı zamanda sonucu olarak görülen enflasyonun izlenen farklı stratejilere karşın düşürülememesi bu tercihte ana etken olmuştur.

Çalışmanın temel amacı, para politikası stratejisi olarak 2002 sonrasında örtük ve 2006 sonrasında açık şekilde uygulanan enflasyon hedeflemesi döneminde fiyat istikrarı açısından elde edilen sonuçları değerlendirmek, içinde bulunan koşullarda TCMB'nin kredibilitesi ve para politikasının biçimlendirilmesindeki belirsiz alanları yorumlamaktır. Bu çerçevede, öncelikle enflasyon hedeflemesi stratejisinin teorik temelleri açıklanarak, bu stratejinin dünyadaki uygulamalarına kısaca yer verilmiştir. Sonraki bölümlerde ise enflasyon hedeflemesinin Türkiye uygulamasının altyapısı, uygulama süreci ve elde edilen sonuçlar değerlendirilmekte, mevcut durumda para politikasının karşılaştığı zorluklar yorumlanmaktadır.

1. Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi

Para politikası, para arzı, faiz oranı, kredi hacmi gibi değişkenlerin kullanılarak başta fiyat istikrarı olmak üzere belirlenen makro amaçların gerçekleştirilmesine dönük bir politikadır. Ekonomide resesyonist eğilimler görüldüğünde para arzını genişletici ve faiz oranlarını düşürücü yönde politikalar hayata geçirilerek "gevşek para politikası" veya enflasyonla mücadele amacıyla para arzının daraltılması ve yüksek faiz oranlarının desteklenmesi yoluyla "daraltıcı/sıkı para politikası" izlenebilmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2006: 421-423).

Üretimi artırmak, işsizliği azaltmak gibi birden çok amaca odaklanmış aktivist para politikalarından istenen sonuçların alınmamasına karşın yüksek enflasyonla karşılaşılması 1980'li yıllardan başlayarak, para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu düşüncesini öne çıkarmıştır. Dünyada düşük ya da sıfır enflasyonun istikrarlı yüksek büyümenin önemli bir koşulu olduğu inancı yaygınlaşmıştır (Mishkin ve Posen, 1997: 3-4). Fiyat istikrarının kalıcı bir şekilde tesis edilmesi yolunda uygulanan döviz kuru

hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerinden istenen sonuçların bazı ülkelerde alınamaması alternatif bir strateji olarak enflasyon hedeflemesini gündeme getirmiştir (Erdoğan, 2005: 3-4).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi; nihai hedef olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır (Bernanke, vd., 1999: 4). Enflasyon hedeflemesi ile öncelik kazanan fiyat istikrarının; ekonomik aktörlerin kararlarını şekillendirmeleri esnasında fiyat değişimlerini dikkate almadıkları noktada sağlandığı görüşü kabul edilmektedir (TCMB, 2006: 3-6).

Enflasyon hedeflemesinin tanımı yapılırken kullanılan ve genel olarak kabul edilen bazı noktalar; para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olması, açık bir şekilde belirlenmiş zaman aralığı ve bu aralıkta ulaşılabilecek sayısal enflasyon hedefinin bulunması, yüksek düzeyde şeffaflık ve para otoritesinin hesap verebilirliğidir (Kuttner, 2004: 93). Bu stratejide; mali otorite, merkez bankası veya her ikisinin birlikte belirli bir dönem için hedef enflasyon oranını veya aralığını ilan etmeleri ve hedef doğrultusunda politika araçlarını kullanmaları sözkonusudur (Bernanke ve Mishkin, 1997: 2).

Enflasyon oranını çapa olarak kullanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarıyla uygulanabilmesi için bazı ön koşullar gerekmektedir. Fiyat istikrarını hedeflemesi, başka bir ana ve ara hedef kabul etmemesi sebebiyle enflasyon hedeflemesi dalgalı kur sistemi ile birlikte uygulanmaktadır (Edwards, 2006: 1). Enflasyon hedeflemesiyle çelişmediği müddetçe ve ekonomik temellerle ilişkisi olmayan aşırı oynaklıklar halinde döviz piyasasına müdahale edilebilmektedir. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde dalgalı kur sisteminin uygulandığı örneklerde fiyat istikrarı ve büyüme açısından olumlu sonuçlar alınabilmektedir (Işık ve Duman, 2008: 83-84).

Para politikasını yürütmede ve politika araçlarını belirlemede merkez bankasının bağımsız bir yapıya sahip olması ve para otoritesinin döviz kuru, ücret gibi diğer nominal değişkenlerle ilgili katı bir taahhüdünün bulunmaması bu stratejinin diğer ön koşulları arasın-

da belirtilebilir (Masson, Savastano ve Sharma, 1997: 7-10). Bu ön koşullar dışında ayrıca: kamu maliyesi hakimiyetinin (mali baskınlık) azaltılmış olması, düşük enflasyon, istikrar gösteren bir enflasyon denklemi, döviz kuru ve enflasyon arasındaki ilişkinin zayıf olması, esnek kur ve esnek faiz politikası (kur ve faiz oranına müdahale istisnai durumlar haricinde öngörülmemektedir.), mali sistemin sağlam bir yapıya sahip olması, para ikamesinin aşırı boyutlarda olmaması koşullarının sağlanmış olması gerekliliğine işaret edilmektedir (Keyder, 2005: 468).

2. Dünyada Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları

1990'larda yüzde 30 civarında olan küresel enflasyon oranı 2000'lerin ortalarına doğru yüzde 4'e düşmüştür. Bu sonuca ulaşılmasında; enflasyonun düşürülmesi politikalarının mevcudiyeti, azımsanmayacak şekilde merkez bankalarının bağımsızlığında sağlanan genişleme, gelişen parasal kontrol mekanizmaları ve iyileşen iletişim stratejileri de etkili olmuştur. Ayrıca kamuoyu, merkez bankaları ve siyasetçiler nezdinde enflasyonun yapısal ve finansal maliyetlerine karşı duyarlılığın artışı da dezenflasyonist sürece destek vermiştir (Rogoff, 2003: 2).

Enflasyon hedeflemesi ilk defa Yeni Zelanda'da 1990 yılında uygulanmış, sonraki dönemde bazı gelişmiş ülkelerden başlayarak artan sayıda ülke para politikasını bu rejime adapte etmiştir. 1990'larda ilk uygulama örnekleri görülen enflasyon hedeflemesi stratejisinin daha fazla ülke tarafından benimsenmesinde, bu stratejinin enflasyon düşüşüne öncelik vermesi ve parasal otoritenin etkinlik ve bağımsızlık kazanmasını sağlaması bulunmaktadır (Debelle, 1997: 17). Tablo 1'de görüldüğü üzere 2010 itibarıyla para politikalarında tüketici fiyat endeksini dikkate alarak enflasyon hedeflemesini uygulayan 26 ülke bulunmaktadır. Ayrıca İspanya, Slovekye ve Finlandiya ise Euro alanına dahil olmalarından sonra bu stratejiyi uygulamayı bırakmışlardır (Roger, 2010: 46-49).

Tablo 1: Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülkeler

| Ülke | Geçiş Yılı | Ülke | Geçiş Yılı |
|-----------------|------------|------------|------------|
| Yeni Zelanda | 1990 | Kore | 2001 |
| Kanada | 1991 | Meksika | 2001 |
| İngiltere | 1992 | İzlanda | 2001 |
| İsveç | 1993 | Norveç | 2001 |
| Avustralya | 1993 | Macaristan | 2001 |
| Çek Cumhuriyeti | 1997 | Peru | 2002 |
| İsrail | 1997 | Filipinler | 2002 |
| Polonya | 1998 | Guatemala | 2005 |
| Brezilya | 1999 | Endonezya | 2005 |
| Şili | 1999 | Romanya | 2005 |
| Kolombiya | 1999 | Türkiye | 2006 |
| Güney Afrika | 2000 | Sırbistan | 2006 |
| Tayland | 2000 | Gana | 2007 |

Kaynak: Roger, 2010: 47

Bazı ülkelerin sabit kur sistemini terkederek dalgalı kur sistemini açık enflasyon hedeflemesi ile birlikte seçmelerinde, finansal destek sunan IMF'nin uygun gördüğü programlar etkili olmuştur. Ocak 1999'da dalgalı kur rejimini seçen Brezilya, IMF destekli program eşliğinde açık enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan ülkelerden biridir. Kolombiya ve Peru'da IMF destekli programlarla enflasyon hedeflemesi politikasından tatmin edici sonuçlar elde etmişlerdir (IMF, 2006: 31). Uyguladığı IMF destekli programın da katkısıyla Türkiye 2002 yılından itibaren örtük, 2006 yılından sonra açık enflasyon hedeflemesi politikasını benimsemiştir.

IMF tarafından yapılan araştırmada, enflasyon hedeflemesini uygulayan ve uygulamayan gelişmiş ülkelerin 1990'larda benzer makroekonomik performans sergiledikleri görülmüştür (IMF, 2005: 167). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesinin şekillendirilmesinde, ülkelerin kendi öznel koşullarından kaynaklanan makroekonomik durum, kredibilite ve esneklik unsurları önem kazanmaktadır (Özdemir, 2007: 304-306). 1990'lardan sonra enflasyonda görülen yavaşlamada merkez bankası bağımsızlığı ve sıkı maliye politikalarının yanında, verimlilik artışı ve teknolojik yenilikler, küreselleşme ve deregülasyon, artan rekabet gibi faktörler de etkili olmuştur (Rogoff, 2003: 12-19).

Gelişmekte olan ülkelerin, para otoritesinin bağımsızlığı, mali baskınlık, teknik düzenlemeler gibi rejimin ön gerekliliklerini yerine getirmede sahip oldukları yetersizlikler ve olumsuz ortam bu ön koşulların zorunlu olup olmadığını tartışmaya açmıştır. Gelişmiş ülkeler, enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarına daha üst düzeyde sahip iken, gelişmekte olan ülkelerin ise bu ön koşullar için gerekli zemini oluşturmaları akabinde uygulamaya geçmelerinin daha uygun olacağı ilk dönemlerde belirtilmiştir. Ancak deneyimler enflasyon hedefleyicisi ülkelerin bu politikayı sistemlerine adapte etmelerinden önce ön koşullara bir bütün olarak sahip olamayabildiklerini göstermektedir (Batini ve Laxton, 2006: 20-25).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin, para politikasına esneklik ve kredibilite sağlaması, başarısızlık halinde maliyetinin düşük olması gibi avantajlarının yanı sıra, büyüme üzerindeki kısıtlayıcı etkileri, enflasyon hedefinin zaman içinde değiştirilmesinin para otoritesinin kredibilitesine olumsuz yansımaları, döviz kurundaki aşırı dalgalanmalar ve ön koşulları sağlayamayan gelişmekte olan ülkelerde stratejinin çalışmaması gibi dezavantajları da sözkonusu olabilmektedir (IMF, 2005: 162-166). Enflasyonu düşürme ve fiyat istikrarını sağlama yolunda elde edilen olumlu sonuçlar ile enflasyon hedeflemesi politikası arasında doğrudan bir bağ kurmak mümkün olmamakla birlikte dezenflasyonist süreçte bu politikanın pozitif yansımalarının bulunduğu genel kabul gören bir durum olarak belirtilebilir.

3. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi

2000 yılında uygulamaya konulan ve üç yılı kapsayan IMF destekli programın yaşanan krizler neticesinde terkedilmesinin ardından ekonomi ciddi oranda küçülmüş, işsizlik artmış, siyasi dengeler sarsılmış ve Şubat 2001’de dalgalı kur sistemine geçilerek yeni bir programın hazırlıklarına başlanarak, IMF ve diğer dış kaynaklardan destek alınmaya çalışılmıştır.

İzlenecek politikaların temel noktalarından olan fiyat istikrarının sağlanması amacıyla, enflasyonun temel özelliklerinden biri olan süreklilik kazanmış yüksek enflasyon beklentilerin kırılması ve konulan hedeflerin inanılabilirliğinin artırılması doğrultusunda güçlü bir ça-

paya ihtiyaç duyulmuştur. 2000 yılında uygulanan programın esas aldığı döviz çapasının krizle neticelenmesi, parasal çapaların ise para arzı ve enflasyon arasındaki bağı zayıflaması gibi sebeplerden dolayı önemini kaybetmesinden dolayı, kronik hale gelen enflasyonla mücadelede doğrudan enflasyonun kendisinin çapa olarak alınması görüşü gündeme gelmiştir. Enflasyon hedeflemesi politikasının zaman içinde artan sayıda ülke tarafından benimsenmesi, fiyat istikrarını sağlama yolunda bu stratejiyi uygulayanların başarılar elde etmesi, enflasyon düşüşünden büyümenin olumsuz etkilenmesi gibi faktörler 2002 yılından itibaren Türkiye’de uygulanan IMF destekli program kapsamında enflasyon hedeflemesi politikasının benimsemesinde etkili olmuştur.

3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi

Fiyat istikrarına odaklanmış güvenilir bir para politikası; kurala dayalı politika tercihi, merkez bankasının amaç/araç bağımsızlığına sahip olması, maliye politikasının disipline edilmesi, şeffaf ve hesap verilebilir olunması gibi bileşenlerden oluşmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesinde stratejinin öngördüğü ön koşulların belirli düzeyde sağlanması ve enflasyonun doğru şekilde tahmin edilebilmesi önem kazandığı için öncelikle enflasyonun belirli bir düzeye düşürülmesi ve ihtiyaç duyulan yasal altyapının oluşturulması hedeflenmiştir.

IMF’ye sunulan 18 Ocak 2002 tarihli niyet mektubunda enflasyon hedeflemesi politikasına geçişin altyapısının oluşturulmakta olduğu belirtilerek, 2002-2004 döneminin sayısal anlamda enflasyon hedefleri tanımlanmış, bu amaçla parasal tabanın araç olarak kullanılacağı ve yeterli koşulların oluşmasıyla resmi enflasyon hedeflemesine geçileceği açıklanmıştır (TCMB, 2002a). Para politikasının uygulamasından sorumlu olan TCMB (2002b:75-76); dalgalı kur politikasına geçilmesi ile birlikte döviz kurunun piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirleneceğini, aşırı dalgalanmalar haricinde kura müdahale edilmeyeceğini açıklamıştır.

TCMB açıklamalarında öngördüğü sayısal enflasyon hedeflerini ilan etmesine karşın resmi enflasyon hedeflemesi politikasına

geçmemiş, böylece 2002-2005 dönemini kapsayan zaman diliminde “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisini uygulamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi; açık enflasyon hedeflemesi politikasına yakınsama stratejisidir. Burada da enflasyon hedefi belirlenmekte, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranı kullanılmakta, enflasyon hedefinin yanısıra gösterge niteliğinde başka hedefler konulmakta, enflasyon hedeflemesi politikasının kurumsallaşma, teknik kapasite, şeffaflık gibi unsurlarına kademeli bir yaklaşım söz konusu olmaktadır (TCMB, 2006: 17). Bu stratejide, para programında çapa olarak belirlenen para tabanının enflasyon hedefi ve büyüme tahmini ile tutarlı olarak artırılması sözkonusudur. Döviz kuru piyasa arz ve talep koşullarına göre serbestçe belirlenmekte, döviz kuruna müdahaleler en alt düzeyde tutularak aşırı ve geçici dalgalanmaları engellemeye yönelik olarak müdahaleler yapılmaktadır (TCMB, 2002c: 18).

2002 yılında doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilmeden örtük enflasyon hedeflemesinin seçilmesinin sebepleri olarak; mali baskınlık ve kamu borç düzeyinin para politikası araçlarının faizler üzerindeki etkisini sınırlandırması, faiz düzeyi, döviz kurlarının içsel ve dışsal şoklara karşı yüksek duyarlılık göstermesi, TCMB’ye olan güvenin tesisi gibi faktörler gösterilmiştir (TCMB, 2004).

Enflasyon hedeflemesi politikasının yukarıda belirtilen koşullarda çerçevesinin oluşturulması ve uygulamanın etkinliği açısından 2002 yılından sonra yasal ve iktisadi alanlarda reformlar gerçekleştirilmiştir. 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu’nda yapılan değişikliklerle stratejinin içerdiği temel koşullar yasal şemsiye altına alınmıştır. Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak tanımlanmış, bu amaca ulaşmada uygulanacak para politikası ve kullanılacak para politikası araçlarının Bankaca belirleneceği, fiyat istikrarını sağlama amacıyla çelişmemek kaydıyla büyüme ve istihdam politikalarının destekleneceği hüküm altına alınmıştır. 2001 yılı ve sonrasında atılan adımlarla, bankacılık sektörünün sermaye yapısının güçlendirilmesi, kırılabilirliğinin azaltılması, finansal piyasaların derinliğinin artırılması, mali disiplinin sağlanması ve kamunun borç yükünün azaltılması için uygun politikalar uygulanmaya çalışılmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2005 yıllarında hedeflere büyük ölçüde ulaşılmış, 2004 yılında tek haneli enflasyon görülmüş, yapısal reformların yanısıra parasal ve mali disiplin sayesinde program başarıya ulaşmıştır. Bu dönemde düşük enflasyon ortamında istikrarlı büyüme sağlanmıştır (Keyder, 2005: 459). 2002 yılı sonrasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinden başarılı sonuçlar elde edilmesinde TCMB ve hükümetin birlikte enflasyon hedeflerini belirlemeleri ve TCMB'nin artan kredibilitésinin de önemli katkısının olduğu belirtilmektedir (Kara, 2006: 11).

3.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi

2004 yılında tek haneli enflasyon oranına ulaşılması, reform niteliğindeki yasal düzenlemeler, finans ve kamu kesiminde sağlanan ilerlemeler 2006 yılının başından itibaren örtük enflasyon hedeflemesinden açık enflasyon hedeflemesine giden sürece zemin hazırlamıştır. TCMB enflasyon hedeflemesini; para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir strateji olarak tarif etmiştir. TCMB (2006: 3-6) enflasyon hedeflemesinin temel unsurlarını aşağıdaki şekilde açıklamıştır.

a) TCMB'nin sayısal enflasyon hedefini belirleyerek kamuoyuna ilan etmesi ve belirli bir süre sonunda bu hedefe ulaşacağını taahhüt etmesi.

b) TCMB'nin tüm para politikası araçlarını belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaya yönelik olarak kullanması ve temel politika aracının kısa vadeli faiz oranı olması.

c) Para politikasının şeffaf bir yapıda olması.

d) Enflasyon hedefi ve gelişmelere bağlı geleceğe dönük öngörüler arasındaki uyumun sağlanması, sapmaların giderilmesi amacıyla kısa vadeli faiz oranlarının kullanılması.

e) Enflasyona ilişkin gelişmeleri izlemek ve faiz kararlarını almak için geniş bir bilgi setinden yararlanılması.

f) Hedef ve uygulamalara güven sağlanabilmesi için beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin iletişim politikasının yürütülmesi.

Toplumun her kesimi tarafından aylık olarak kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin TÜFE üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir. Ayrıca para politikası uygulamalarından fazla etkilenmeyen çekirdek enflasyon görevi yapan özel kapsamlı enflasyon göstergelerinin de takip edileceği belirtilmiştir. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçilmiş, üç yıllık enflasyon hedef patikası açıklanarak makroekonomik projeksiyonlarla uyum sağlanmak istenmiştir. Yıl sonu enflasyon hedefleri 2006 yılı için yüzde 5, 2007 yılı için yüzde 4 ve 2008 yılı için yüzde 4 olarak belirlenmiştir. TCMB, enflasyonun istikrara kavuştuğu ekonomilerde para politikasının, enflasyonun hedefin altında olmasından çok hedeflerle tutarlı olmasını amaçladığını, bu doğrultuda hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmaların aynı şekilde değerlendirileceğini açıklamıştır.

Diğer yandan, kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir olması nedeniyle enflasyon hedefi “nokta hedef” olarak belirlenmiş ve iki puanlık belirsizlik aralığı oluşturulmuştur. Belirsizlik aralığı para politikasının gevşetileceği ya da herhangi bir hedef anlamına gelmemekte, hedeften her iki yönde “aşırı sapma” eşikleri için sadece gösterge niteliği taşımaktadır. Enflasyonu belirgin bir şekilde artıran veya azaltan geçici dışsal şoklarla mücadele edilirken makroekonomik dalgalanmaların en aza indirgenebilmesi açısından da, nokta hedefin etrafında referans olarak alınabilecek bir belirsizlik aralığına ihtiyaç duyulmuştur.

Para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda enflasyon hedefinin değiştirilebilmesi öngörülmüştür. Geçici şoklarla karşılaşılması halinde ise (Dolaylı vergilerin bir defaya mahsus ayarlanması gibi) ilgili dönemde enflasyon hedeften uzaklaşsa dahi, bir yıl sonrasının enflasyon tahminleri üzerindeki etki çok kısıtlı olacağından hedefin değiştirilmesine gerek duyulmayabilecektir.

Dalgalı kur rejimi ile birlikte yürütülen enflasyon hedeflemesi stratejisinde para otoritesinin güvenilirliği çok önemli olduğu için ekonomik birimler TCMB'nin vereceği sinyalleri yakından izlemekte-

dir. Döviz rezervi, politika faiz oranı, açıklanan toplantı karar sonuçları ve değerlendirmeleri gibi çok sayıda gösterge ve faktör sinyalizasyon mekanizmasını oluşturmaktadır. Bu nedenle TCMB'nin vermek istediği sinyallerin istenilen şekilde algılanabilmesi halinde para politikasının etkinliği ve sürdürülebilirliği artabilmektedir. Önceden açıklanan tarihlere düzenlenen Para Politikası Kurulu toplantı tutanaklarının kamuoyuyla paylaşılması, üçer aylık dönemler itibarıyla enflasyon raporlarının yayınlanması, hedeflere ulaşamaması veya hedeflerin revize edilmesi ihtiyacının doğması halinde kamuoyunun bilgilendirilmesi gibi enflasyon hedeflemesi stratejisinin öngördüğü şeffaflık, hesap verebilirlik ve iletişim unsurları TCMB tarafından hayata geçirilmiştir.

3.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Sonuçları

2004 yılında yüzde 12'lik hedeften daha aşağılarda bir enflasyon oranının gerçekleşmesi ve tek haneli rakama ulaşılması (yüzde 9,3'lük TÜFE) Türkiye'nin enflasyonla mücadele sürecinde önemli bir aşama olarak belirtilebilir. Tablo 2'de örtük ve açık enflasyon hedeflemesi politikası sürecinde hedeflenen ve gerçekleşen TÜFE oranlarına yer verilmektedir. Hedeften her iki yönde aşırı sapma eşikleri için gösterge niteliği taşıyan 2 puanlık belirsizlik aralığı bulunmaktadır.

Tablo 2: Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon

| Yıl Sonu | Hedef Enflasyon (TÜFE) | Gerçekleşen Enflasyon (TÜFE) |
|----------|------------------------|------------------------------|
| 1999 | - | 68,79 |
| 2000 | - | 39,03 |
| 2001 | - | 68,53 |
| 2002 | 35 | 29,75 |
| 2003 | 20 | 18,36 |
| 2004 | 12 | 9,32 |
| 2005 | 8 | 7,72 |
| 2006 | 5 | 9,65 |
| 2007 | 4 | 8,39 |
| 2008 | 4 | 10,1 |
| 2009 | 7,5 | 6,5 |
| 2010 | 6,5 | 6,4 |

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/> ve TCMB, İstatistiki Veriler, <http://evds.tcmb.gov.tr/>

Gerçekleştirilen reformlar, göreceli istikrar ortamı ve sağlanan mali disiplin de katkısıyla 2002-2005 yılları arasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesinden başarılı sonuçlar alınmıştır. 2006 yılı başında uygulamaya konulan açık enflasyon hedeflemesi ise enflasyon hedefinden sapmalara karşın 2006 ve 2007 yılları için genelde kabul edilebilir düzeyde başarılı olarak değerlendirilebilirken, 2008 yılı başından itibaren hedeflere ulaşılmasına dair beklenti ve izlenen politikalara duyulan güven artan şekilde zayıflamış, enerji fiyatları yükselmiş, küresel ekonomiye ilişkin belirsizlikler, arz şoklarının ikincil etkileri ve enflasyon katılığına ilişkin riskler artmıştır.

Hedefin aşılmasının ötesinde belirgin şekilde belirsizlik aralığının dışına çıkılması ya da böyle bir ihtimalin ortaya çıkması halinde Merkez Bankası Kanunu'nun "hesap verme yükümlülüğü"nin tanımlandığı maddeleri kapsamında, 30 Nisan 2008 tarihinde TCMB tarafından ekonomiden sorumlu Devlet Bakanlığı'na, kamuoyuna açık şekilde, mektup yazılarak özetle; 2008 yılındaki gelişmelere bağlı olarak enflasyon beklentileri ve temel enflasyon göstergelerinde bozulma gözlemlendiği, enflasyon katılığına ilişkin risklerin arttığı, bu çerçevede faiz artırımına gidilebileceği ve para politikası duruşunun sıkılaştırılabileceğinin sinyalleri verilmiştir (TCMB, 2008a: 1-14). Enflasyon hedeflerinin TCMB ve Hükümet tarafından müştereken tespit edilmesi sebebiyle, 3 Haziran 2008 tarihinde Hükümete gönderdiği mektupta enflasyon hedeflerinin revize edilmesini talep eden TCMB (2008b) bunun gerekçelerini açıklamış, bu doğrultuda, daha önce belirlenmiş olan yüzde 4'lük hedefe doğru daha yavaş ve kademeli olarak ilerlenmesini sağlayabilecek yeni bir hedef patikası öngörmüştür.

TCMB (2008c: 5), para politikası stratejisi çerçevesinde, para politikasının kontrolü dışında bulunan petrol ve gıda fiyatlarının doğrudan yansımalarına tepki verilmeyeceğini ancak ikincil etkilerin ortaya çıkması (genel fiyatlama davranışlarındaki bozulma görülmesi) halinde bu duruma kayıtsız kalınmayacağını açıklamış olmakla birlikte, enflasyonun 2008 yılı sonunda yüzde 4 düzeyine inmesi için sadece ikincil etkilerin değil, aynı zamanda 2008 ve 2009 yıllarında devam etmesi beklenen doğrudan etkileri bertaraf edecek bir politika tepkisi verilmesi gerektiğini, ancak böyle bir tepkinin iktisadi faa-

liyette ve görece fiyatlarda arzu edilmeyen dalgalanmalara yol açabileceğini, bu nedenle enflasyonun 2009 yılının sonunda yüzde 4'ün üzerinde gerçekleşeceğini öngörüldüğünü ifade etmiştir. 2008 yıl sonu enflasyonu yüzde 4'lük hedefi aşarak yüzde 10,1 olarak gerçekleşmiştir. Ancak 2008 yılının ikinci yarısında etkileri zirve yapan küresel kriz ve ulusal çalkantının talep ve üretim üzerinde yarattığı sınırlamanın etkisiyle yüzde 7,5'lük 2009 yıl sonu enflasyon hedefinin yüzde 6,5 ile altında kalınmış, 2010 yılında ise %6,4'lük enflasyon oranı ile hedefe ulaşılmıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde temel politika aracı TCMB'nin belirlediği kısa vadeli faiz (TCMB gecelik borçlanma faiz) oranıdır. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 2002 yılının başlarında, yüzde 57 olan politika faizi, enflasyondaki gerilemeye paralel olarak açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılı başında yüzde 13,5'a kadar gerilemiş, Eylül-2008 döneminde patlak veren küresel kriz döneminde yüzde 16,75'e yükselmiş, 2004 yılında tek haneli enflasyon oranına ulaşılmıştıktan beş yıl sonra Nisan 2009 döneminde TCMB'nin temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranı da yüzde 9,75 ile tek haneye gerilemiş, sonrasında ise küresel fiyat ve faiz gelişmelerine de paralel şekilde 2009 sonunda yüzde 6,5'a düşmüştür. 2010 yılı içerisinde likidite yönetiminde esnekliğin sağlanması amacıyla politika faiz oranı gecelik borçlanma faiz oranı yerine bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı olarak tespit edilmeye başlanmıştır. Dış talebin zayıf seyri nedeniyle imalat sanayindeki kapasite kullanımının kriz öncesi seviyelere ulaşmasının zaman alacağı tahmin edilerek Kasım-Aralık 2010 döneminde gecelik borçlanma faiz oranı radikal şekilde yüzde 1,5'a indirilirken, borç verme faiz oranı yüzde 9'da tutulmuş, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 6,5 düzeyine indirilmiştir. Enflasyon ve faizde bu oranlara ulaşılmasının, izlenen politikaların başarısından ziyade küresel ve ulusal ekonomide yaşanan üretim düşüşü ve talep gerilemesinden kaynaklandığı belirtilebilir.

Örtük ve açık enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2010 döneminde ulaşılan ekonomik sonuçların fiyat istikrarı, yatırım ve büyüme gibi bazı alanlarda olumlu gelişmeleri yansıttığı söylenebilir. Tüm bu gelişmelerde izlenen para politikasının kısmi katkısının

bulunduğu, dünya genelinde yaşanan fiyat istikrarı, likidite bolluğu ve büyüme, Türkiye’de sağlanan görece mali disiplin ve siyasal istikrarın önemli paya sahip olduğu düşünülmektedir. 2002-2010 döneminde para politikası, maliye politikası ve küresel ortamın birbirinin tamamlayıcısı olduğu belirtilebilir.

2002 yılından itibaren sahip olunan siyasi kültürün de etkisiyle, izlenen daraltıcı para politikası ve bu politikanın en önemli bileşeni olan gösterge faiz oranlarının belirlenmesi konularında TCMB üzerinde baskı kurulmuştur. TCMB’nin, sıkı para politikası izlemesinden ve kısa vadeli faiz oranlarını yaşanan ulusal ve küresel gelişmelerden algıladığı anlamlar doğrultusunda belirlemesinden zarar gördüğünü belirten bazı üretici, ihracatçı ve politikacılar 2009 yılına kadar eleştiri oklarını TCMB’ye yöneltmişlerdir. Ekonomik göstergelerin bozulması ve enflasyon hedeflerinin 2008 yılı içinde değiştirilmesi izlenen para politikasına eleştirileri artırmıştır. Ancak yaşanan küresel krizin etkisiyle nominal ve reel faizlerin oldukça düşük düzeylere gerilemesi TCMB’ye politika faiz oranı açısından yöneltilen eleştirileri oklarının, faizlerin gerileme hızını kredi faizlerine yansıtmayan bankacılık kesimine dönmesine neden olmuştur.

Tüm ülkeler için ideal olarak nitelendirilebilecek bir enflasyon hedeflemesi stratejisinin bulunmadığını, enflasyon hedeflemesinin Türkiye örneğinin politika yapıcıların gelişmeler karşısında ihtiyaca göre esnek hareket etmesini sağlayabilecek bir deneyim olduğunu, ancak stratejinin başarısı konusunda zaman gerektiğini ifade eden görüşler bulunmaktadır (Kara ve Orak, 2009: 145-152). Ayrıca ekonomik durgunluk ortamında sadece para politikasının kullanılarak enflasyonun hedeflenen seviyelere düşürülmeye çalışılmasının ekonomide daralma riskini beraberinde getirebileceği ifade edilmektedir (Akyazı ve Ekinci, 2009: 16). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye’de enflasyon değişkenliğinde nispeten istikrarlı bir seyire sahip olduğu, ancak bunun diğer strateji uygulayıcılarına göre yüksek bir enflasyon oranında sağlandığı, ayrıca üretimin daha istikrarlı bir yapıya büründüğünü gösteren araştırmalar mevcuttur (Akyazı ve Ekinci, 2008: 33).

3.4. Enflasyon Hedeflemesinin Mevcut Konjonktürdeki Konumu

2006-2008 döneminde belirlediği politika faizi yüksek bulunan ve enflasyon hedeflerine ulaşamadığı belirtilen TCMB'nin en büyük yardımcısının, bir ironi olarak, 2008 yılında başlayan küresel ve ulusal ekonomik kriz olduğu belirtilebilir. Enflasyonun konulan hedeflerin ötesinde, belirsizlik aralığını da aşması nedeniyle Nisan-2008 döneminde hedeflerin revize edilmesi resmi açıklamalarla gündeme gelmiştir. Ancak sonraki aylarda ortaya çıkan küresel krizin yansımalarının etkisiyle faizler hızlı şekilde %16,75'den %6,5'a, enflasyon oranı ise %10'lardan %6,5'a gerilemiştir. Talep, üretim ve istihdamın desteklenmesi amacıyla zorunlu olduğu düşünülen nedenlerle gevşeyen para ve maliye politikalarının izlendiği bir ortamda faiz ve enflasyonda yaşanan keskin düşüş TCMB'nin bazı açılardan nefes almasını sağlamıştır.

Küresel krizin etkilerinin ağır şekilde hissedildiği 2009 yılında, küresel gelişmelerin öncelik kazandığı, TCMB'nin kredibilitesinin tartışıldığı ve enflasyonun yukarı veya aşağı yönlü öngörülebilirliğinin para politikasının kontrol alanı dışına kaydığı yönündeki yorumlar, para politikasının şekillendirilmesinde zorluk yaşanabileceğinin işaretlerini vermiştir. TCMB Para Politikası Çıkış Stratejisi Raporu'nda (2010a: 1-11), küresel kriz sırasında uygulanan bazı önlemlerin ekonomik toparlanmaya ilişkin gelişmeler karşısında geri alınması ve normalleşmenin sağlanmasına ilişkin çıkış stratejilerinin gündemde olduğu, kriz sürecinde Türk Lirası ve döviz piyasalarına yönelik alınan tedbirlerin aşamalı olarak geri çekilmesinin planlandığı ifade edilmektedir. TCMB, Eylül-2008 döneminden itibaren fiyat istikrarı ile finansal istikrar görevlerini sağlama doğrultusunda farklı araçları birarada kullanan bir politika bileşimi uyguladığını, kısa vadeli faizler ile faiz dışı araçları eşgüdüm içinde kullandığını ifade etmektedir. Likiditeyi azaltma, döviz alım ihaleleri, zorunlu karşılık oranlarını artırma ve bu oranları farklılaştırma gibi politikalar kısa vadeli faiz oranları ile birlikte hayata geçirilmektedir. Ayrıca BDDK tarafından para politikasının amaçlarına paralel olarak bankacılık sektörünün kredi hacmini sınırlandırmayı amaçlayan tedbirler alınmıştır. (TCMB, 2009: 3-54)

2010 yıl sonu enflasyonu yüzde 6,4 olup, özellikle 2010 son çeyreğindeki düşüşte işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin gerileme etkili olmuş, çekirdek enflasyon göstergeleri orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini korumuştur. (TCMB, 2011a: 2, 39). TCMB küresel finansal sisteme ve iktisadi faaliyete dair toparlanma eğilimlerinin görüldüğünü, ancak kamu borçları, bütçe açıkları, kredi piyasalarındaki sorunlar, dış finansmana dönük kısıtların devam etmesi ve işsizlik gibi problemlerin giderilmesinin uzun zaman alacağını düşünmektedir. TCMB (2011a: 113) Ocak-2011 dönemli baz senaryosunda; orta vadeli görünümde enflasyonun yüzde 70 olasılıkla 2011 yılı sonunda yüzde 4,5 ile yüzde 7,3, 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile yüzde 6,9 aralığında gerçekleşeceğini, orta vadede ise yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağını tahmin etmektedir. Ekonomik birimler için referans olarak oluşturulan değer kısa vadede enflasyon tahmini, orta vadede ise enflasyon hedefidir.

2010 yılının son çeyreğinden itibaren çok daha belirgin şekilde fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrar da gözönünde bulundurarak para politikası stratejisi ve kullanılacak alternatif araçlar belirlenmeye başlanmıştır. Kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeler, iktisadi faaliyetlerdeki toparlanma eğilimi, finansal istikrar ve sermaye akımlarının değişkenliğine uyum sağlanabilmesini dikkate alan TCMB, alternatif araçların kullanılması kapsamında Türk Lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son vermiş ve zorunlu karşılık oranlarını artırmaya başlamıştır (TCMB, 2010b, 3). Diğer yandan fiyat istikrarının yanısıra finansal istikrara ilişkin risklerinde öncelik kazanmasıyla birlikte TCMB, mevduatın aktif-pasif vade uyumunu sağlamak ve dolayısıyla mevduatın vadesini uzatmaya katkıda bulunmak, aşırı kredi genişlemesini sınırlandırmak amacıyla, bankacılık sektörünün eleştirilerine rağmen, vadeye göre zorunlu karşılıkları yüksek oranda artırmaya devam etmiştir (TCMB, 2011b).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan birçok gelişmiş ülkenin fiyat istikrarı ile uyumlu enflasyon hedefinin yüzde 1-3 olduğunu, Türkiye için doğal referans olan Euro bölgesinde orta vadede yüzde 2'lik bir enflasyon oranının benimsendiğini belirten TCMB (2009: 34-39); ileriye dönük enflasyon hedeflerinin belirlenmesinde ülke ekonomisine özgü faktörler ile dış faktörlerin dikkate alındığını

belirtmiştir. Ülke ekonomisine özgü faktörler olarak; sektörel katılımlar (verimsizlik, aracılık maliyetleri, işgücü piyasasındaki aksaklıklar, yetersiz rekabet koşulları), uzun süreli yaşanan yüksek ve yapışkan enflasyondan dolayı fiyat artışları ve enflasyon beklentilerinin belli bir eşik değerin altına düşmeye direnç göstermesi, AB'ye yakınsama sürecinin gelişimi gibi unsurlar belirtilirken, en önemli dışsal faktörler olarak para politikasının etki alanının sınırlı olduğu gıda, enerji, altın, tütün gibi kalemlerin enflasyona yaptığı etki (1,4 ile 7,4 puan arasında dalgalanmaktadır.), küresel emtia fiyatları ve bütçe dengesi için izlenen politikalar gösterilmiştir.

Enflasyon hedeflemesinin en önemli unsurlarından biri konulan hedeflerin iktisadi birimler için yol gösterici nitelik taşıması, TCMB'nin ilan ettiği hedeflere duyulan güvenin en üst düzeyde ve izlenen para politikasının kredibilitesinin sağlam olmasıdır. 2006 yılından itibaren enflasyon hedeflerine ulaşamamış, küresel ve iç gelişmelerin etkisiyle 2008 yılında ilk kez enflasyon hedefleri revize edilmiştir. Açık enflasyon hedeflemesine geçilmesinden itibaren yıllık enflasyon hedeflerinin aşılması, hedeflerin beklentiler için referans teşkil etme fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur. Ancak küresel krizin üretim ve talep üzerinde yarattığı etkilerle enflasyon oranları hedef sınırlara çekilmiştir. Para politikasının kontrolü altında olan ve olmayan nedenlerle enflasyon hedefleri ve tahminlerinde sürekli değişiklik yapan TCMB'nin günümüzde ciddi bir kredibilite sorunu ile karşı karşıya kaldığı söylenebilir. Diğer yandan TCMB'nin değişen koşulların yarattığı orta ve uzun vadeli etkileri hedef ve tahminlerine yansıtmayarak, ulaşılması imkansız olan hedeflerini korumaya çalışması da para politikasının inandırıcılığını zayıflatabilmekte ve ekonomik birimlerin farklı beklentilerle fiyatlandırma davranışlarını şekillendirebilmesine yol açabilmektedir. Dolayısıyla hedeften sapmalar ve hedef revizelerinin oluşmasından para politikası otoritesinin negatif etkilenmesi kaçınılmazdır.

Enflasyon hedeflemesinin diğer bir teorik unsuru ise para politikasının fiyat istikrarı dışında ikinci bir hedefinin bulunmamasıdır. Ancak TCMB küresel krizin de etkisiyle bazı açılardan kaçınılmaz olarak finansal istikrarı öncelikli statüye dahil etmiştir. Ancak bunun ötesinde, kredi hacmindeki genişlemeden de etkilendiğini düşündü-

ğü dış ticaret açığını ve dolayısıyla sermaye hareketlerini kontrol etmek için, mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranlarını kullanarak kredileri baskılamaya çalışması bir yandan TCMB'nin temel amaçları diğer yandan ise kullanılan araç ile hedef arasındaki uyumu tartışmaya açmış ve para politikası ciddi şekilde sorgulanmaya başlanmıştır.

Son dönemde izlediği politikalar ve finansal istikrar, sermaye hareketleri gibi farklılaştırdığı hedefler nedeniyle kredibilite sorunu yaşayan TCMB'nin önünde birtakım belirsiz alanlar bulunmaktadır. TCMB tanımlanması gereken birbiriyle ilişkili belirsiz alanlardan öne çıkanları şu şekildedir.

Birinci belirsiz alan, küresel faktörlerle gerileyen faiz ve enflasyonun ne kadarlık bir dönem için bu düşük seviyelerini koruyacağıdır. TCMB dönemsel olarak yayınladığı Finansal İstikrar ve Enflasyon raporlarında, büyümede pozitif gelişmeler yaşanacağını, ancak maliyet ve talebe ilişkin gelişmelerin düşük enflasyonu bir müddet daha destekleyeceğini ifade etmektedir. Ancak bu sürecin süresinin saptanabilmesi küresel ve ulusal gelişmeler dolayısıyla zordur.

İkinci belirsiz alan, FED'in politikaları, ABD ekonomisinin yaşadığı ikiz açıklar, Dolar bolluğu, Doların rezerv para konumunun sarsılabilecek olması, Avrupa bölgesinin açmazları gibi nedenlerle TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanmasının dış ticaret, yabancı sermaye akışı, enflasyon ve faize etkisinin belirlenebilmesidir. TCMB'nin hangi noktada ve hangi ölçüde döviz alımları yoluyla kur fiyatlarına müdahale edebileceği öngörülememektedir.

Üçüncü belirsiz alan, para politikası stratejisi olarak tercih edilen enflasyon hedeflemesinin bir yandan büyüme, istihdam, finansal istikrar ve yabancı sermaye hareketlerinin öncelik kazandığı, diğer yandan fiyat istikrarı hedefinin unutulmaya başlandığı bir konjunktürde varlığını hangi koşullarda devam ettirebileceğidir. Mevcut konjunktürde TCMB, kısmi olarak kendi alanı dışındaki faktörlerle sağlanan mevcut enflasyon ortamında hedefe ulaşma konusunda 2009 ve 2010 yılında ciddi bir sıkıntı hissetmemiştir. Ancak enflasyon üzerindeki baskıların oluşmaya başlayabileceği önümüzdeki süreçte büyüme, istihdam ve sermaye akımlarına ilişkin kaygıların

baskın gelmesi halinde, enflasyon tehlikesine karşı tek araç olan faizlerin kullanılabilmesi hoş karşılanamayabilecektir. Ayrıca henüz düşük bir olasılık olarak görülse de bütçe açığındaki artışın monetizasyon riskini doğurması veya TCMB bilançosunun farklı yönlerden şekillenmesi de sözkonusu olabilecektir. Bu durumun, 2006 yılından itibaren uygulanan açık enflasyon hedeflemesinin tartışılabilir hale gelmesine veya enflasyon hedefinin daha geniş bir aralıkta tutulabilmesine yol açabilmesi mümkündür.

Dördüncü belirsiz alan ise; zorunlu karşılık olarak bankaların TCMB nezdinde tuttukları kaynaklara faiz verilmemesi, karşılık oranlarının hızlı şekilde artırılması, kredi hacmindeki büyümenin sınırlandırılmaya çalışılması gibi keskin adımların bankacılık sektörünün kredi, aktif ve gelir yapısına, serbest piyasa koşullarındaki hareketlerine etkisidir.

Münhasıran fiyat istikrarına odaklanan para politikasının terkedilmesi ya da terkedilmek zorunda kalınması, dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisinin eksen kaymasına maruz kalması nedeniyle sözkonusu belirsiz alanların tanımlanması ve sınırlarının belirlenmesinde, uygulanan stratejinin teorik temelleri, elde edilen sonuçlar, ulusal ve küresel koşullar gibi faktörlerin dikkate alınmasının yanısıra izlenen politikalara yöneltilen eleştirilere de kulak verilmesi doğaldır. 2002 sonrasında yüksek bulunduğu için eleştirilen politika faiz oranlarının küresel krizle birlikte gerilemesi TCMB'ye bu konuda yöneltilen baskıları hafifletirken, enflasyon hedeflemesinin bir gereği olarak dalgalı kur sisteminin uygulanması ve döviz kuruna aşırı oynaklıklar dışında müdahale edilememesi ulusal paranın dış ticarete konu yabancı paralar karşısındaki mevcut değerinden rahatsız olan kesimlerin şikayetlerinin devam etmesine sebebiyet vermektedir. Diğer yandan izlenen para politikasına destek veren bankacılık sektörü ise son dönemdeki zorunlu karşılık oranlarının artışı karşısında izlenen politikalardan memnuniyetsizliğini ifade eden kesime katılmıştır. Krizlerin kaynağının yapısal sorunlar ve parasal faktörler olduğuna yönelik görüşlerin bulunduğu dikkate alınırsa para politikasının sadece mevcut konjonktür ve baskılara göre değil, orta vadede nasıl etkilerle karşılaşılabileceğinin de dikkate alınarak şekillendirilmesi, finansal istikrar hedefinin ise zorlayıcı yorum-

larla çok geniş bir boyutta ele alınarak ağırlıkla TCMB'nin sınırlı sayıdaki araçlarına monte edilmesinde titiz davranılması gerektiği söylenebilir.

Para politikasının etki alanında bulunmayan küresel faktörlerinde son derece etkili bulunduğu sözkonusu belirsiz alanları, farklı risk ve senaryo modellerini kullanarak kurguladığı araştırmalarla çeşitli marjlar ve güven aralıkları ile tanımlamaya çalışan TCMB'nin geniş olanak ve altyapısıyla gerçekleştirdiği kantitatif çalışmaları kamuoyuyla paylaşması öngörülerin yol göstericiliği ve alınan kararların siyasi etkilere mesafesi açısından faydalı olacaktır.

Sonuç

2000-2001 krizlerinin ardından Türkiye ekonomik olarak yeniden yapılanma yolunda adımlar atmış ve önceki istikrar programlarından farklı yöntemlerle fiyat istikrarını hedeflemiştir. Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme deneyimlerinden istenen sonuçların alınamaması nedeniyle, bütçe dengesinin sağlanması ve finansal sektörün sıhhati için gerçekleştirilen reformlara paralel olarak fiyat istikrarı para politikasının önceliği haline getirilmiş, bu kapsamda 2002 yılından itibaren örtük, 2006 yılından itibaren ise açık şekilde enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlanılmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde hedeflere ulaşılmış, 2004 yılında enflasyon tek haneli oranlara gerilemiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bazı önkoşulları doğrultusunda yapılan yasal düzenlemelere paralel olarak TCMB'nin elde ettiği bağımsızlık ve para politikasının kurumsallaşmasının yanısıra küresel ve ulusal ekonomik gelişmeler de enflasyon hedefine ulaşılmasında etkili olmuştur. Enflasyonun tek haneye gerilemesi ve stratejinin gerektirdiği bazı önkoşulların sağlanması ile birlikte 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Ancak 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşen enflasyon oranları hedefleri aşarken, kronik enflasyon hafızasından dolayı tek haneli oranların genelde kabul edilebilir düzeyde bulunduğu belirtilebilir. 2008 yılında enflasyon hedeflerinin revize edilmesi nedeniyle TCMB'nin kredibilitesi sarsılmış, para politikasının şekillendirilmesinde belirsizlikler ve riskler

artmıştır. Küresel kriz ortamının şekillendirdiği şartlarda diğer ülkelerde olduğu gibi 2009 ve sonrasında faiz ve enflasyondaki gerileme TCMB'nin bazı açılardan rahatlamasını sağlamıştır. İçinde bulunan konjunktürde dış denge ile finansal istikrarın sürdürülmesi önem kazandığı için para politikasında münhasıran fiyat istikrarını hedefleyen enflasyon hedeflemesi stratejisinin tartışılmaya ve mevcut haliyle gelişmelere göre esneklik gösteren birden fazla hedefi içinde barındırmaya devam etmesi mümkündür.

Çalışmada, 2002-2010 döneminde enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamasının fiyat istikrarı açısından yarattığı sonuçlar değerlendirilmiş, bu sonuçlarla birlikte içinde bulunan konjunktürün TCMB'nin karşılaştığı kredibilite sorunu ve para politikasının şekillendirilmesinde görülen belirsizliklere yansımaları yorumlanmıştır. 2006-2008 döneminde enflasyon hedeflerine ulaşamaması sonucunda hedef ve tahminlerin sürekli şekilde değiştirilmesinin enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel esaslarından olan TCMB'nin kredibilitesini ve para politikasının güvenilirliğini sarsabilecek özellikte olduğu belirtilebilir. Diğer yandan para politikasının üst hedefleri arasına finansal istikrarın yanısıra sermaye hareketleri ve dış açığın kısıtlanmasının da konulması ve bu amaçla zorunlu karşılıklara ilişkin tedbirlerin alınması sonrasında, bu adımların hangi ölçüde istenen sonuçların alınmasını sağlayacağı ve bunun birincil amaç olan fiyat istikrarına nasıl yansıtılacağı tartışılmaya devam etmesinin kaçınılmaz olduğu değerlendirilmektedir.

KAYNAKLAR

- Akyazı, H. ve Ekinci, A., (2009), "Enflasyon Hedeflemesi, Büyüme ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası", Türkiye Bankalar Birliği, *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 68, ss.3-19.
- Akyazı, H. ve Ekinci, A., (2008), "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Performansı: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Karşılaştırması ", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt XXIV, Sayı 1, ss. 21-40.
- Batini, N. ve Laxton, D., (2006), "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience Of Emerging Markets", *The Central Bank Of Chile Working Papers*, No:406.
- Bernanke, B.S. vd, (1999), Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin ve Adam S.Posen, **Inflation Targeting: Lessons From International Experience**, Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B.S. ve Mishkin, F.S., (1997), "Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy", *NBER Working Paper Series*, No:5893.
- Debelle, G., (1997), "Inflation Targeting in Practice", *IMF Working Papers*, No: 97/35.
- Edwards, S., (2006), "The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited", *NBER Working Paper Series*, No: 12163.
- Erdoğan, S., (2005), "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (9)*, 2005/1, ss.34-54.
- IMF, (2005), *World Economic Outlook*, September 2005.
- IMF, (2006), *Inflation Targeting and the IMF*.
- Işık, S. ve Duman, K., (2008), "Enflasyon Hedeflemesi ve Dalgalı Döviz Kuru: Bazı Ülke Deneyimleri", *Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi (15)*, ss.50-86.
- Kara, A. H. ve Orak, M., (2009), "Enflasyon Hedeflemesi", **Krizler, Para ve İktisatçılar**, Ercan Kumcu (Drl.), İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Kara, A. H., (2006), "Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting", *TCMB Working Papers*, No:06/03.
- Keyder, N., (2005), **Para Teori, Politika, Uygulama**, 10. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kuttner, K.N., (2004), "The Role of Policy Rules in Inflation Targeting", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, July-August 2004, ss.89-111.
- Masson, P.R., Savastano, M.A. ve Sharma, S., (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", *IMF Working Papers*, WP/97/130.

- Mishkin, F.S. ve Posen, A.S., (1997), "Inflation Targeting: Lessons From Four Countries", *NBER Working Paper Series*, No:6126.
- Orhan, O.Z. ve Erdoğan, S., (2006), **İktisada Giriş**, 2. Basım, İstanbul: Avcı Ofset.
- Özdemir, M., (2007), **Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye**, İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı.
- Roger, S., (2010), "Inflation Targeting Turns 20", *Finance & Development*, March 2010, ss.46-49.
- Rogoff, K., (2003), "Globalization and Global Disinflation", *IMF Research Department*.
- TCMB, (2002a), IMF Niyet Mektubu (18 Ocak 2002 tarihli), www.tcmb.gov.tr
- TCMB, (2002b), Yıllık Rapor 2001.
- TCMB, (2002c), Para Politikası Raporu, Nisan 2002.
- TCMB, (2004), Basın Duyurusu, Sayı: 2004-59.
- TCMB, (2006), Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı.
- TCMB, (2008a), Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı'na Açık Mektup, 30 Nisan 2008.
- TCMB, (2008b), Basın Duyurusu, Sayı: 2008-24, 03.06.2008.
- TCMB, (2008c), Enflasyon Raporu 2008-II.
- TCMB, (2009), 2010 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB, (2010a), Para Politikası Çıkış Stratejisi Raporu.
- TCMB, (2010b), 2011 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB, (2011a), Enflasyon Raporu 2011-I.
1. TCMB, (2011b), Basın Duyurusu, Sayı: 2011-12, 23.03.2011.