

BENĞİ

Dünya Yörük-Türkmen Araştırmaları Dergisi
BENĞİ World Journal of Yörük-Türkmen Studies

<https://dergipark.org.tr/tr/pub/bengi>

ISSN: 2717-6584

Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Uygulaması

Inflation Targeting In Achieving Price Stability: Application In Turkey

doi: 10.58646/bengi.1407314

Geliş/Received: 20 Aralık 2023

Kabul/Accepted: 29 Ocak 2024

Cansel OSKAY*

Özet

Fiyat istikrarının sağlanması amacıyla 1990'lı yıllardan itibaren birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede uygulanan enflasyon hedeflemesine, Türkiye'de 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi olarak başlanmıştır. Türkiye'de uzun yıllardır kronik yüksek seviyelerdeki enflasyon 2002-2005 döneminde tek haneye gerilemiş ve uygulanan para politikasına güven artmıştır. Bu dönemde, resmi enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli ön koşulların önemli ölçüde gerçekleşmesi ile 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. 2006-2016 döneminde (2009 ve 2010 yılları hariç) enflasyon hedeflenenin üzerinde gerçekleşmesine rağmen tek hanelerde seyretmeye devam etmiştir. Ancak 2017 yılından itibaren artan döviz kuru, dışsal şoklar ve enflasyon hedeflemesi ön koşullarından uzaklaşmaya başlanması ile çift haneli seviyelerde istikrarsız bir seyir gösteren enflasyon, hızla artarak hedeflenenden büyük oranda sapma göstermiştir. Temel hedefi fiyat istikrarı olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2021 Eylül-2023 Haziran döneminde, yüksek enflasyona rağmen düşük faiz politikası uygulaması neticesinde büyüme artmış ancak enflasyon hızla yükselmeye devam etmiş, döviz kuru artmış, TL ciddi değer kaybetmiş ve ülke risk primi yükselmiştir. Bu gelişmeler yirmi yıldan fazla süredir uygulanan enflasyon hedeflemesi ve etkinliğinin sorgulanmasına neden olmuştur.

* Sorumlu Yazar/Corresponding author: Doç.Dr., Mersin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, e-posta: canseloskay@mersin.edu.tr. Orcid: 0009-0005-8021-6550.

Atf/Citation: Oskay, C. (2024). Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Uygulaması. BENĞİ Dünya Yörük-Türkmen Araştırmaları Dergisi, 2024 (1), 1-31.

Bu amaçla çalışma, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi uygulamasını değerlendirmeye yöneliktir. 2023 yılının ikinci yarısından itibaren TCMB’nin enflasyon hedeflemesine öncelik vermeye başlayarak yüksek faiz politikası uygulamasına geçilmesine rağmen enflasyon hala hedeflenenin oldukça üzerinde seyretmektedir. Bu nedenle, TCMB hedeflenen enflasyona ulaşmak için kararlılıkla sıkı para politikası ve yüksek faiz uygulamasına devam etmesi kadar maliye politikası ile desteklenmesi ve yapısal reformlarının yapılması gerekmektedir.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon Hedeflemesi, Fiyat İstikrarı, Para politikası, Türkiye Ekonomisi.

Abstract

Inflation targeting, which has been implemented in many developed and developing countries since the 1990s in order to achieve price stability, was introduced in Turkey as implicit inflation targeting in the 2002-2005 period. Inflation in Turkey, which had been at chronically high levels for many years, declined to single digits in the 2002-2005 period and confidence in the monetary policy implemented increased. As the preconditions for the transition to formal inflation targeting were realized to a great extent, Turkey switched to explicit inflation targeting in 2006. In the 2006-2016 period (excluding 2009 and 2010), inflation continued to hover around single digits despite being above the target. However, as of 2017, inflation, which had been unstable at double-digit levels due to rising exchange rates, external shocks and the shift away from inflation targeting preconditions, increased rapidly and deviated significantly from the target. As a result of the CBRT's policy of prioritising growth over price stability, which is its main objective, and implementing a low interest rate policy despite high inflation between September 2021 and June 2023, growth increased, but inflation continued to rise rapidly, the exchange rate increased, the TL depreciated significantly and the country risk premium increased. These developments have led to the questioning of inflation targeting and its effectiveness, which has been implemented for more than two decades.

To this end, this study aims to evaluate the implementation of inflation targeting in Turkey. Since the second half of 2023, the CBRT started to prioritise inflation targeting and started to implement a high interest rate policy, but inflation is still well above the target. As a result, the CBRT should continue to implement tight monetary policy and high interest rate policy with determination to bring inflation to the targeted level, as well as to support it with fiscal policy and to carry out structural reforms.

Keywords: Inflation Targeting, Price Stability, Monetary Policy, Turkish Economy.

Giriş

Bretton Woods sisteminin çökmeye başladığı 1970'li yıllar tüm dünyada iktisadi anlamda yeni arayışların ortaya çıkmaya başladığı dönem olarak kabul edilmektedir. Ekonomide kabul gören ve uygulanan Keynesyen politikalar, ortaya çıkan stagflasyon krizi ile birlikte geçerliliğini yitirmiş ve dolayısıyla ülkeler durgunluğu ve enflasyonu birlikte yaşamaya başlamışlardır. Ortaya çıkan petrol krizi ile birlikte kalıcı hale gelen yüksek enflasyon, ülkeleri para politikasında odaklanılması gereken esas noktanın fiyat istikrarı olduğu konusunda ikna etmiştir. Ülkelerin birbirinden farklı sosyal ve ekonomik şartları olmasına rağmen fiyat istikrarı nihai hedef haline gelmiştir. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan pek çok ülkede fiyat istikrarı hedefine ulaşma amacına yönelik genellikle parasal büyüklüğün ya da döviz kurunun nominal çapa olarak belirlendiği hedefleme stratejileri uygulanmaya başlanmıştır. Ancak değişen dünya şartları ve iktisadi anlamda yaşanan yenilikler ile birlikte sermaye hareketlerinin serbestliği kullanılan para politikası stratejilerinin başarısızlığı konusunda bir farkındalık oluşturmuştur. Bu farkındalığın ortaya çıkması ile birlikte popüler hale gelen enflasyon hedeflemesi ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanmış ve alınan başarılı sonuçlar neticesinde zaman içerisinde gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülke tarafından tercih edilmiştir. Türkiye'de de 2002-2005 yılları arasında örtük olarak başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisine resmi olarak 2006 yılında geçilmiştir. Uzun yıllardır kronik yüksek enflasyon yaşayan Türkiye'de, 2006-2016 döneminde hedeflerden sapmalar görülmekle birlikte genelde enflasyon tek haneli seviyelerde kalmıştır. Ancak 2017 yılından itibaren çift haneli seviyelerde istikrarsız bir seyir gösteren enflasyon son yıllarda artış göstererek hedeflenenden büyük oranda sapma göstermiştir. Bu durum Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisi ve etkinliğinin sorgulanmasına neden olmuştur.

Bu amaçla çalışma, Türkiye'de fiyat istikrarının sağlanmasında enflasyon hedeflemesi uygulaması ve etkinliğini değerlendirmeye yöneliktir. Üç bölümden oluşan çalışmanın ilk bölümünde, fiyat istikrarının sağlanmasında bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi kavramsal çerçevede ele alınmaktadır. İkinci bölümde, Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi ve başarısı değerlendirilmektedir. Son bölümde ise genel bir değerlendirme yapılarak öngörü ve önerilerde bulunmaktadır.

1. Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Kavramsal Çerçeve

Fiyat istikrarı, ekonomideki aktörlerin karar alma sürecinde etkili olamayacak kadar düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının varlığı olarak ifade edilebilir. Bu enflasyon oranının gelişmiş ülkelerde %2-%3 arasında, gelişmekte olan ülkelerde ise %4-%5 civarlarında olduğu söylenebilir (Başçı, 2009: 2). 1970'li yıllarda yaşanan gelişmeler ile birlikte ekonomide ana hedefin fiyat istikrarı olarak belirlenmesi noktasında bir fikir birliği oluşmuştur. Ancak söz konusu fiyat istikrarının gerçekleşmesi için siyasi baskılardan arındırılmış bir merkez bankasının varlığı ve uzun vadeli düşük ve istikrarlı bir enflasyon için tavizsiz bir para politikası gereklidir. Bahsedilen bağımsızlık ise hedef seçimi ve bu hedef doğrultusunda uygulanacak para politikası araçlarının seçimi doğrultusunda merkez bankasına serbestliğin kazandırılması ile mümkün hale gelebilmektedir. Fiyat istikrarının nihai hedef olarak belirlenmesi ve para politikasının bu doğrultuda kurgulanması aynı anda ekonomik büyüme hedeflerinin gerçekleştirilmesi için de uygun bir ekonomik ortam sağlayacaktır. Fiyat istikrarı hedefinin büyüme gibi diğer iktisadi hedeflerin gerçekleşmesinde ön koşul olarak ortaya çıkması politikalar arasında çıkacak olası çatışmaların önüne geçmiştir. Bu sebepten gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede merkez bankaları fiyat istikrarını nihai hedef olarak belirlemiş ve para politikaları bu doğrultuda bir yapıya kavuşturulmuştur. Para politikası uygulamasında öncelikli ve nihai hedefin fiyat istikrarı olarak belirlenmesi birbirinden farklı hedefleme stratejilerini gündeme getirmiştir. Bu hedefleme stratejileri başlıca döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi olarak sıralanabilir. 1970'li yıllardan itibaren odaklanılması gereken temel noktanın fiyat istikrarı olması konusunda fikir birliğine rağmen bu nihai hedef doğrultusunda hangi para politikası stratejisinin uygulanması gerektiği ile ilgili bir görüş birliği sağlanamamıştır. Zaman içerisinde bu stratejiler tecrübe edilmiş, kimi zaman parasal büyüklükler hedeflenmiş kimi zamanda döviz kuru kontrol edilmeye çalışılmıştır. Seçilen hedeflemenin başarısı için her şeyden önce nihai hedef olan fiyat istikrarı ile güçlü bir ilişkisinin olması, kolay kontrol edilebilir ve kamuoyu tarafından anlaşılabilir şeffaflıkla olması gibi bazı özellikleri taşıması gerekmektedir (Cukierman, 1999:5).

Fiyat istikrarının sağlanabilmesi için döviz kuru hedefleme stratejisinde, ülke parası kendisine oranla daha düşük enflasyona sahip bir ülkenin parasına endekslenmekte ve böylece endeks olarak kabul edilen ülkenin enflasyon oranına yaklaşma ve dolayısıyla enflasyon oranlarında düşüş beklenmektedir (Mishkin, 1999: 2). Dışa açık bir ekonomide sabit kur rejimi altında döviz kuru, enflasyonu ciddi anlamda etkileyen bir faktör olarak ifade edilebilir. Hem

ithal nihai mallar hem de yurtiçi üretimi olan malların ithal hammaddelerinin fiyatları döviz kuru ile doğrudan ilişkilidir ve bu ilişkiden enflasyon oranı önemli ölçüde etkilenmektedir (Svensson, 2000: 158). Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin başarısı öncelikle stratejiyi uygulayan ülkenin döviz rezervlerinin güçlü olmasına bağlıdır. Buna ek olarak, ülkede yaşanan yüksek enflasyon oranları ile döviz kuru arasında kuvvetli bir korelasyonun olması gerekmektedir. Döviz kuru hedeflemesi stratejisine yöneltilen en önemli eleştiri ülkelerin para politikası uygulamalarında bağımsızlıklarını kaybetmelerine sebep olabilmesidir. Çünkü döviz kuru hedeflemesi stratejisi ile birlikte işleyiş süreci endeksleme yapılan ülkenin döviz kuru tarafından belirlenmektedir. Ayrıca endeksleme yapılan ülkede meydana gelen ekonomik şoklar diğer ülkeyi de doğrudan etkileyerek spekülasyonlara karşı savunmasız bir hale getirmektedir (Mishkin ve Posen, 1997: 14).

Parasal hedefleme stratejisi, M. Friedman'ın "Sabit Oranlı Parasal Büyüme Teorisine" dayanmaktadır. M. Friedman enflasyonun her şart ve koşulda parasal bir olgu olduğu hipotezinden hareketle, enflasyonun uzun dönemde para arzındaki artışa paralel olarak artacağını ifade etmiştir. Buradan hareketle, para talebinin istikrarlı bir yapıda bulunduğu iddia edilerek para otoritesinin nominal para arzını kontrol etmek suretiyle fiyat istikrarına ulaşılabileceği belirtilmiştir. Parasal hedefleme stratejisi sayesinde parasal büyüklüklerde ortaya çıkan kısa vadeli istikrarsızlıklar giderilmekte, para arzı para otoritesi tarafından kontrol altına alınarak enflasyonun düşürülmesi hedeflenmektedir (Cukierman, 1999: 3-5). Bu stratejinin başarıya ulaşmasında en önemli kriterlerden biri politika amacı ile hedeflenen parasal büyüklük arasında kuvvetli bir korelasyonun bulunmasıdır. Şayet para talebi Monetarist teoride kabul edildiği gibi istikrarlı bir yapıda değilse amaç ile hedeflenen parasal büyüklük arasındaki bağlantı kopacak ve strateji başarısızlıkla sonuçlanacaktır. Para talebi istikrarsızlığı nispeten daha geniş kapsamlı parasal büyüklükler hedeflenmek suretiyle bir miktar azaltılabilir. Ancak bu noktada bir başka sorun olan politika yapıcının hedeflenecek parasal büyüklüğü kontrol edebilme kabiliyetinin azalması ortaya çıkacaktır (Houben, 2000: 73). Yani merkez bankası seçilen parasal büyüklük üzerinde yeterli bir kontrol kabiliyetine sahip değilse para politikası gücünü kaybedecek piyasadaki aktörlere verilmesi hedeflenen sinyallerin etkinliği azalacaktır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ise uygulandığı ülkelere göre farklılık göstermekle birlikte genel olarak merkez bankasının bir nokta veya bant şeklinde belirlemiş olduğu enflasyon hedefini kamuoyuna ilan etmesi olarak tanımlanabilir (Bernanke ve Laubach, 1997:4). Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımının bir ürünü olarak 1970'li yıllarda ortaya çıkan enflasyon hedeflemesi stratejisinde esas hedef düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına

kavuşabilmektir. Mishkin, enflasyon hedeflemesi stratejisi sayesinde büyüme hızından bir şey kaybetmeden enflasyonun düşük ve istikrarlı bir yapıya kavuşturulabileceğini ifade etmektedir (Mishkin, 2000: 1). Enflasyon hedeflemesi stratejisini diğer stratejilerden ayıran en temel özelliklerden biri enflasyon hedefinin bir aralık şeklinde belirlenebilir olmasıdır. Merkez bankası hedefi bir bant aralığı şeklinde belirleyerek sık sık ihlal edilmesinin ve dolayısıyla kamuoyunun politikalara olan güvenlerinin azalmasını bu suretle engelleyebilmektedir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejiminde diğer stratejilerden farklı olarak döviz kuru veya parasal büyüklük şeklinde bir ara hedef belirleme zorunluluğu bulunmamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin kurallı-ihiyari politika ayırımında hangi tarafa denk düştüğü ile ilgili literatürde farklı görüşler mevcuttur. McCallum bu stratejinin enflasyon hedefine ulaşmada kullanılan bir strateji olduğunu dolayısıyla kurallı bir politika olarak değerlendirileceğini belirtmiştir (McCallum, 2001: 37). Bu stratejiyi katı bir kural politikası olarak tanımlayan görüşlerin temel dayanak noktası ise üretim sürecinin istikrarı vb. bazı amaçları dikkate almadan sadece enflasyona odaklanmış olmasıdır. Ancak enflasyon hedeflemesi rejimini katı biçimde kurala dayalı bir politika olarak nitelendirmek pek de mümkün değildir. Tam tersine enflasyon hedeflemesi stratejisi merkez bankasına kısa vadeden uzun vadeye mevcut tüm verileri kullanmak suretiyle ihtiyari davranabileceği bir hareket alanı sağlamaktadır. Bu doğrultuda enflasyon hedeflemesi rejimi bir kuraldan daha ziyade bir politika iskeleti olarak ortaya çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi politika esnekliğini yitirmeden belirli bir çerçevede hem kural hem de ihtiyari uygulamaların görüldüğü sınırları belirlenmiş bir ihtiyarilik olarak ifade edilmektedir (Bernanke vd., 1999: 2). Svensson ise yapmış olduğu enflasyon hedeflemesi tanımında tercihen hedefin nokta ya da bant şeklinde rakamsal net bir hedef olması gerektiğini belirtmiş ve bu hedef doğrultusunda uygulanacak olan para politikalarının neticesinde ortaya çıkan sonuçtan merkez bankasının sorumlu olacağı bir hesap verebilme mekanizmasının işletilmesi gerektiğini ifade etmiştir. Ayrıca Svensson'a göre merkez bankası politika araçlarının kullanılmasında bağımsız bir yapıya sahip olmalıdır (Svensson, 2002: 2).

Enflasyon hedeflemesi rejimi için ekonominin içerisinde bulunduğu tüm koşullar ayrıntılı bir şekilde değerlendirilip hedeflere ulaşılması ile ilgili zaman kavramı açık bir şekilde kamuoyuna ilan edilmelidir. Bu noktada merkez bankası kendisine yeterli zamanı ayırmalı yani uygulanacak politikaları ve sonuçlarını kontrol edebileceği bir zaman dilimi belirlemelidir. Aksi takdirde, araç istikrarsızlığı ve bu araçlar üzerinde kontrol güçlükleri yaşanabilir. Uygulamada enflasyon hedeflerinin sıklıkla orta vadeli olarak belirlendiği görülmektedir. Bu

durum hem politika araçlarının kontrol edilebilirliğini artırmakta hem de diğer stratejilere kıyasla enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına önemli bir esneklik kazandırmaktadır (Schaechter, vd., 2000: 36).

Bir başka önemli husus ise enflasyon hedeflerinin hangi değişkenler üzerinden belirleneceği hususudur. Bu noktada tercih edilen endeksin kamuoyu tarafından kolayca ulaşılabilir ve anlaşılır olması, aynı zamanda ülkedeki enflasyonu tümüyle kapsamaması gerekmektedir. Tüketici fiyat endeksi en çok bilinen ve kolay anlaşılan endeks olması sebebiyle çoğu ülke tarafından tercih edilmektedir. Bununla birlikte bazı ülkelerde çekirdek enflasyon göstergelerinin tercih edildiği de bilinmektedir. Ancak bu çekirdek enflasyon göstergeleri ülkedeki gerçek enflasyon oranı ve hayat pahalılığını tam anlamıyla yansıtmadıkları için eleştirilere maruz kalmaktadır (Öztürk, 2009: 193).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde hedeften sapma halinde nedenlerin ve alınacak önlemlerin açık bir şekilde raporlanması para politikasının şeffaflığını artırmaktadır. Ayrıca enflasyon hedeflemesinin para ve maliye politikaları arasında eşgüdümü zorunlu kılması zaman tutarsızlığı sorununa bir çözüm oluşturmakta ve merkez bankalarının daha bağımsız olmalarını sağlayarak kredibilitesi artırmaktadır (Alparslan ve Erdönmez, 2000: 19).

Tüm bu avantajların yanı sıra, uygulamadaki güçlükler gibi birtakım dezavantajları da olabilmektedir. Enflasyon hedeflerinin kamuoyuna ilan edilmesi ile gerçekleşmesi arasında birtakım kontrol boşluklarının bulunması, politikaların takibini zorlaştırmakta ve merkez bankasının kontrolü dışında meydana gelen şoklar bankaya ve politikalarına duyulan güveni zedeleyerek hedeflerde sapma meydana getirebilmektedir (Şanlı, 2006: 42). Enflasyon hedeflemesi rejiminin esnek kur rejimi ile birlikte uygulanması zorunluluğu ekonomide zaman zaman kur dalgalanmalarına sebebiyet vermekte ve yerli paranın değerini azaltarak, dış ticaret bilançolarına olumsuz etki edebilmektedir (Şanlı, 2006: 43). Aynı zamanda, katı ve tavizsiz uygulanmasının gerekliliği kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırıp deflasyon riskine sebebiyet verebilmektedir (Yılmaz, 2011: 88).

1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Ön Şartları

Enflasyon hedeflemesi her ülkenin doğrudan uygulayıp başarılı sonuçlar elde edebileceği kadar basit bir para politikası stratejisi değildir. Bu strateji ile hedeflenen düşük ve istikrarlı bir enflasyon hedefini yakalamak adına bazı ön şartların yerine getirilmiş olması gerekmektedir.

1.1.1. Fiyat İstikrarı Nihai Hedef Olmalı

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı için merkez bankası fiyat istikrarını öncelikli ana hedef olarak belirlemiş olmalıdır. Aksi takdirde enflasyon oranı dışında hedeflenecek bir başka nominal büyüklüğe ulaşmak için uygulanacak politika ile zıt bir durum oluşturup, stratejinin başarısını olumsuz etkileyecektir (Doğru, 2015: 145). Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş yapmadan önce mevcut enflasyon oranının tek haneye düşürülmesi hem ekonomideki mali baskınlık etkisinin kırılması hem de merkez bankasına hareket serbestliği sağlamak için önemlidir.

1.1.2. Merkez Bankası Bağımsız, Etkin, Hesap Verebilir ve Şeffaf Olmalı

Dünya genelinde fiyat istikrarını nihai hedef olarak belirlemiş merkez bankalarının hiçbir siyasi baskı altında kalmadan yalnızca piyasa dinamiklerinden etkilenecek bir şekilde yani bağımsız bir yapıda faaliyetlerini sürdürmesi halinde politikaların başarı yüzdesinin artacağı düşünülmektedir. Bu sebepten merkez bankasının enflasyon hedeflemesi stratejisinde belirleyeceği politika araçlarını kullanmakta serbest olması önemlidir. Uygulamanın görüldüğü pek çok ülkede enflasyon hedefleri merkez bankası ve siyasi iktidar ile ortaklaşa bir şekilde belirlenmektedir. Amaç bağımsızlığı olmasa da araç bağımsızlığı ve kurumsal bağımsızlık olması gerekmektedir. Kurumsal bağımsızlık unsuru merkez bankası başkanının atanma, görevde kalma ve görevinden ayrılma süreçlerinin net bir şekilde kanunlarla güvence altına alınması anlamına gelmektedir (Özataç, 2011: 396). Literatürde merkez bankalarının bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki korelasyonu içeren çok sayıda çalışma mevcuttur. Bu çalışmaların hemen hemen hepsinde, merkez bankalarının bağımsızlığı artıkcı enflasyonun azaldığı yani arada negatif korelasyonun varlığı üzerinde durulmaktadır (Yılmaz, 2011: 93).

Uygulanacak olan para politikasının enflasyonu düşürebilmesi için para politikası araçları ile enflasyon oranı arasında kuvvetli bir korelasyonun bulunması gereklidir (Mishkin ve Hebbel, 2001: 12). Bu doğrultuda merkez bankası finansal sistem içerisindeki likidite büyüklüğünü kontrol etmek adına daha önceden de belirtildiği gibi kısa vadeli faiz oranları veya parasal bir büyüklüğü politika aracı olarak belirleyebilir. Aynı zamanda yeterli derinliğe sahip bir finansal sistem ve merkez bankasının seçilen bu araçları kullanmak suretiyle piyasaları nihai hedef doğrultusunda şekillendirecek potansiyele sahip olmalıdır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde para politikası uygulayıcısının piyasalar ve enflasyon ile ilgili isabetli öngörüler yapabilmesi için yeterli bir bilgi birikimine sahip olması oldukça önemlidir. Aynı zamanda merkez bankasının ihtiyaç duyduğu verilere kesintisiz bir şekilde erişim imkânının bulunması

gerekir. Bu veriler yardımıyla değişen piyasa koşullarında uygulanan strateji üzerinde bazı düzenlemeler yapılması gerekebilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankasının uygulayacağı politikalar ve bunların neticeleri kamuoyu tarafından anlaşılır olmalıdır. Özellikle para politikası aktarım mekanizmalarında yaşanan zamansal gecikmeler merkez bankasının politikalarının takip edilmesini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle politika yapıcılarının hazırlayacağı raporlar ve yapacağı kamuoyu bilgilendirmeleri ile şeffaflık ve hesap verebilirlik sağlamalıdır. Şeffaflık ve hesap verebilirlik kavramları birbiri ile doğrudan ilişkili kavramlardır. Çünkü merkez bankasının uygulamalarının şeffaf bir şekilde kamuoyu ile paylaşılmasının istenmesindeki en temel amaç, onu uygulamalarından ve bunların sonuçlarından sorumlu tutmaktır (Florini, 1999: 5). Piyasadaki aktörler uygulanan politikalar ve hedefler arasındaki bağlantıyı merkez bankasının yapacağı bilgilendirme sayesinde algılayabilirse uygulanan para politikasının daha etkin hale geleceği söylenebilir (Croce ve Khan, 2000: 48-51).

1.1.3. Mali Baskınlık Olmamalı

Mali baskınlık, ekonomide bütçe sınırlarını aşan şekilde maliye politikası uygulamalarının ardından oluşan bütçe açıklarının borçlanma suretiyle finansmanı ve dolayısıyla toplam borç stokunun toplam mali varlıklara oranının giderek büyümesi durumu olarak ifade edilebilir. Mali baskınlık durumu ile ilgili Thomas Sargent ve Neil Wallace'ın literatüre kazandırmış oldukları "Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik" kavramı oldukça dikkat çekicidir. Sargent ve Wallace 1981 yılında kaleme almış oldukları raporda uygulanan para politikası tedbirlerinin uzun dönemde enflasyonu düşürüp fiyat istikrarını sağlayabilmesi için mutlak suretle hükümetin maliye politikalarını disipline etmesi ve olası bütçe açıklarından kaçınılması gerektiğini belirtmişlerdir. Aynı zamanda para ve maliye politikalarının birbirine zıt düşmeyecek şekilde koordine edilmesi gerektiğine dikkat çekmişlerdir (Sargent ve Wallace, 1981: 1-4).

1.1.4. Gelişmiş ve Sağlam Finansal Piyasalar Olmalı

Güçlü ve gelişmiş mali piyasalara sahip olmayan ekonomilerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olması oldukça zordur. Çünkü bu stratejide merkez bankası uygulayacağı para politikalarını faiz kanalı sayesinde reel sektörlere temas ettirmekte, ancak finansal sistemin güçlü olmadığı ülkelerde bu kanal yeterince verimli çalışmamaktadır (Eroğlu, 2007: 11). Diğer taraftan, gelişmiş para ve sermaye piyasaları ekonomiyi olası finansal krizlere karşıda güçlü

tutmaktadır. Gelişmiş bir sermaye ve para piyasasına sahip olmayan ülkelerin döviz piyasalarının da istikrarsız bir yapıda olacağı göz önünde bulundurulduğunda, döviz kurlarında yaşanacak olası bir sert yükselişte yabancı para cinsinden borçlanan şirket ve kamu kuruluşlarının bilançolarında önemli problemler ortaya çıkacaktır. Bu tarz problemlerin yaşandığı bir ekonomide merkez bankasının fiyat istikrarı hedefine odaklanması pek mümkün değildir.

2. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Uygulaması ve Etkinliği

1970’li yıllardan itibaren süregelen yüksek enflasyon ile mücadele kapsamında, TCMB para politikası stratejileri olarak 1990’lı yıllarda parasal hedefleme ve 2000 yılında döviz kuru hedeflemesi uygulamış ancak her iki uygulama da başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Türkiye’de döviz kurunun enflasyonla ilişkisinin kuvvetli olduğu tezinden hareketle uygulamaya konulan sabit kur rejimi krizin de etkisiyle terk edilmiş ve 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) ile birlikte dalgalı kur rejimine geçiş yapılarak enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği açıklanmıştır. Ancak yaşanan finansal krizin etkileri ve mevcut belirsizlik ortamında enflasyonun yüksek ve istikrarsız olması dikkate alınarak stratejinin başarısı adına ön koşulların belirli ölçüde sağlanması amacıyla bir geçiş dönemi olarak stratejinin örtük olarak uygulanmasına karar verilmiştir. Bu bağlamda, 2002-2005 döneminde örtük, 2006 yılından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlanılmıştır.

2.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi: 2002-2005

Resmi enflasyon hedeflemesine bir geçiş süreci olan bu dönemde stratejinin başarılı olabilmesi amacıyla ekonomide gerekli ve yeterli ön koşulların sağlanmasına çalışılmıştır. Bu amaçla, öncelikle merkez bankasına fiyat istikrarını sağlama dışında başka bir hedefleme görevi verilmemesi, merkez bankasının bağımsız olması, mali baskınlığın olmaması, enflasyon ataletinin ve döviz kuru baskısının güçlü olmaması ve finansal sistemin sağlam ve gelişmiş olması gerekmektedir (Özatay, 2011: 395). Bu bağlamda, Türkiye’de 2001 krizi sonrası uygulamaya konulan GEGP önemli bir yeniden yapılanma ve dönüm noktası olmuştur. 25 Nisan 2001 tarihinde çıkarılan 4651 sayılı “TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile önemli değişikliklere gidilmiş, TCMB’nin siyasi iktidardan özerkleşmesi hususunda ciddi adımlar atılmıştır. Bu kapsamda yapılan düzenlemeler aşağıda belirtildiği gibi sıralanabilir (TCMB, 2001: 111-114):

- Para politikasının temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmekle birlikte, enflasyon hedefi hükümet ile birlikte belirlenecektir.
- TCMB'nin amaç bağımsızlığı olmasa da hedefe ulaşmada kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleyeceği araç bağımsızlığı sağlamıştır.
- TCMB'nin Hazine ve diğer kamu kurumlarının açıklarını finanse etmesi yasaklanmıştır.
- TCMB hesap verebilirlik ve güvenilirlik adına, faaliyetleri ve uygulamaları ile ilgili yılda iki defa TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna sunum yapacaktır.
- Hedef doğrultusunda kararları etkin ve verimli bir şekilde alabilmek adına merkez bankası bünyesinde Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturulmuştur.
- TCMB başkan ve yardımcılarının görev süreleri beş yıl olarak güncellenmiş ve olağan görev sürelerinin sona ermesi haricinde değiştirilemeyecekleri hükme bağlanmıştır.

Bu dönemde, enflasyon hedefleri yıllık olarak hükümet ile birlikte belirlenmiş ve ek çipa olarak parasal taban kullanılmıştır. TCMB temel politika amacı olan fiyat istikrarına odaklanmış ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel politika aracı olarak gecelik borçlanma faizini kullanmaya başlamıştır. Aynı zamanda bu dönemde, TL'den altı sıfır atılmış, gerekli teknik altyapı iyileştirilerek bilgi seti genişletilmiş, enflasyon tahmin modellemeleri geliştirilmiş ve organizasyon yapısı yenilenmiştir (TCMB, 2006: 19). Bu gelişmeler piyasalarda oluşan enflasyon beklentisini de olumlu yönde etkileyerek enflasyon ataletinin kırılmasına olumlu katkı sunmuştur.

Bu dönemde bir başka önemli gelişme, GEGP kapsamında yürürlüğe konulan sıkı maliye politikası uygulaması sayesinde mali disiplinin sağlanmasıdır. Bu bağlamda, bütçe açığının azalmasıyla net kamu borç stokunda sağlanan iyileşme borcun sürdürülebilirliğini artırmış ve finansal piyasalarda mali baskınlık azalan bir seyir izlemiştir.

Tablo 1. 2002-2005 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler (%)

Yıllar	Büyüme Oranı	Cari Denge / GSYH	Bütçe Dengesi / GSYH	Net Kamu Borç Stoku / GSYH	M2/GSYH
2002	6,4	-0,3	-11,2	59,4	15,2
2003	5,9	-2,5	-8,6	53,1	15,3
2004	9,4	-3,7	-5,1	47,1	17,5
2005	8,9	-4,6	-1,1	39,6	19,7

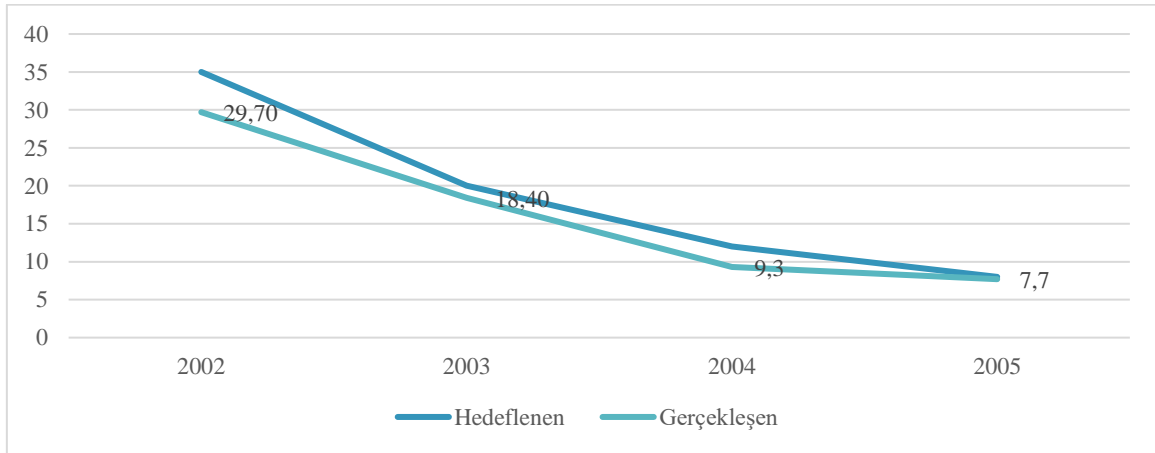
Kaynak: HMB, TÜİK, SBB

Tablo 1'de mali baskınlık göstergeleri olarak bütçe dengesinin GSYH'ye oranı ve net kamu borç stokunun GSYH'ye oranı verilmektedir. Tablo 1'e göre, bütçe açığının GSYH'ye oranı 2002 yılında %11,2 iken 2005'te %1,1 oranına gerilerken net kamu borç stokunun GSYH'ye oranında da ciddi bir azalma görülmektedir. Net kamu borç stokunun GSYH'ye oranı

2002 yılında %59,4 iken izleyen yıllarda düşüş eğilimini devam ettirmiş ve 2005 yılında %39,6 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye’de finansal piyasalar sıg ve kırılğan bir yapıya sahip olması enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını sınırlandırmaktadır. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş döneminde atılan önemli adımlardan biri de finansal piyasaların güçlendirilmesi ve derinlik kazanması yönünde yapılan düzenlemeler olmuştur. Bu doğrultuda, birtakım değişikliklere gidilerek likidite sıkıntısı yaşayan bankalara gün içinde ve gün sonunda likidite imkânı sağlanmıştır. Ayrıca gerçekleştirilen yapısal reformlar ile bankacılık sektörünün yapısı sağlamlaştırılmış ve verimli bir şekilde denetlenmesi adına Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) kurulmuştur. Böylelikle mevcut kırılğan finansal sistem güçlendirilmeye çalışılmıştır. Tablo 1’de görüldüğü üzere mali derinliği ifade eden M2 para arzının GSYH’ye oranı düşük düzeydedir. Bu oran 2002 yılında %15,2 iken 2005 yılında 4,5 puan yükselerek %19,7’e yükselmiş olsa da yeterli düzeyde değildir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı için en önemli koşullardan bir diğeri, yıllardır yüksek ve kronik hale gelen tüketici enflasyonunun tek haneye düşürülmesidir. Şekil 1’de görüldüğü üzere, 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi döneminde, gerçekleşen enflasyon hedeflenenin altında kalarak yüksek bir başarı elde edilmiş ve enflasyon tek haneye %10’un altına düşürülmüştür.



Şekil 1: 2002-2005 Gerçekleşen ve Hedeflenen Enflasyon

Kaynak: (TCMB, 2023a)

2001 yılında %68,5 olan enflasyon, hedefleme stratejisine geçişin ilk yılı olan 2002’de hedeflenen %35 oranının da altında bir düşüş göstererek %29,7 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılında hedeflenen %20 iken %18,40, 2004 yılında ise hedeflenen %12 iken %9,3 olarak gerçekleşmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminin son yılı olan 2005 yılında enflasyon

daha da düşerek hedeflenen %8 oranın altında %7,7 olarak gerçekleşmiştir. Böylece, resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçiş öncesinde en önemli şartlardan biri olan mevcut enflasyon oranının düşük ve istikrarlı bir düzeye çekilmesi hususunda başarı sağlanmıştır. Bunun yanı sıra Tablo 1’de görüldüğü üzere, 2002-2005 döneminde büyüme oranındaki artış makroekonomik performans açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir. Böylece, önceki dönemlerde olduğu gibi yüksek enflasyon düşük büyüme dönemi son bulmuştur. 2002 yılında büyüme oranı %6,4 iken 2005 yılında %8,9’a yükselmiştir. Ancak cari açığın GSYH’ ya oranlarında görülen yükselme kronik bir sorun olarak karşımıza çıkmakta olup 2002 yılında %0,3 düzeyinden 2005 yılında %4,6 seviyesine yükselmiştir.

Özetle, dört yıl süren örtük enflasyon hedefleme dönemi Türkiye için başarılı geçmiş ve uygulanan para politikasına güven artmıştır. Dolayısıyla Türkiye’de resmi enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli ön koşulların önemli ölçüde gerçekleşmesiyle 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir.

2.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

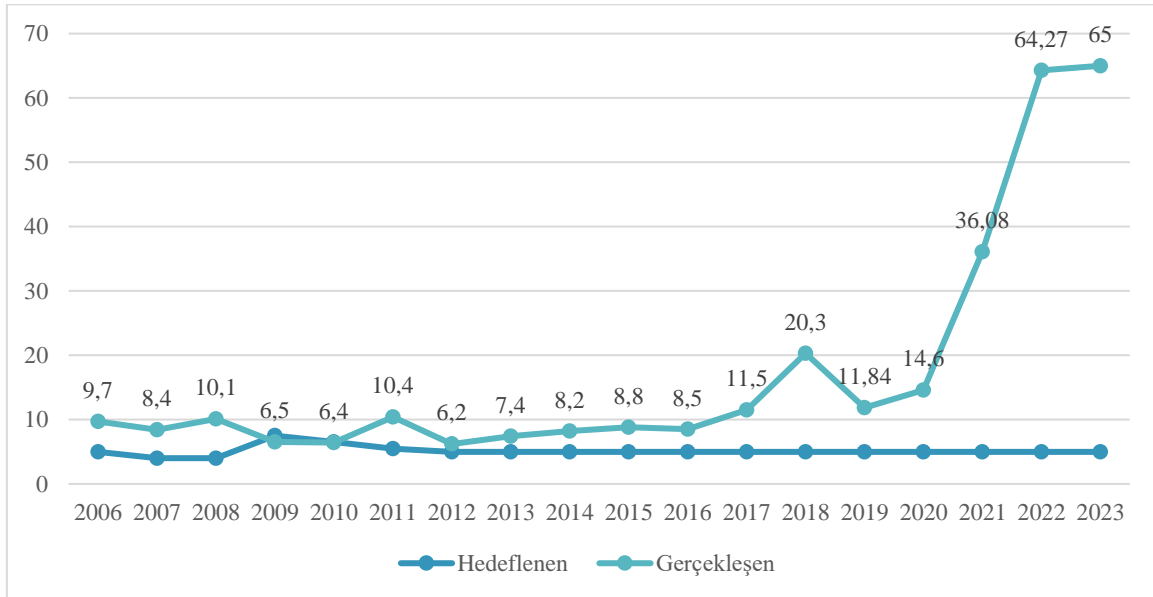
Örtük enflasyon dönemi ile tecrübe edilen başarılı bir dönüşüm sürecinin ardından 2006 yılında resmi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş ilân edilmiş ve ilk planda kamuoyu tarafından daha kolay anlaşılır olması sebebiyle hedef aralığı yerine noktasal bir oran belirlenmiştir. Bunun yanı sıra, ortaya çıkabilecek dalgalanma ihtimaline karşı belirlenen hedeflerin iki puan üstünde ve altında bir belirsizlik aralığı tanımlanmıştır. Enflasyonunun yılsonunda bu aralığın dışına çıkması durumunda TCMB hesap verme ilkesi gereği hükümete açık mektup verecektir. Hükümet ile beraber belirlenen orta vadeli (3 yıllık) enflasyon hedeflemesinde tüketici enflasyonunun (TÜFE) yılsonu yıllık değişimin kullanılmasına karar verilmiştir. TCMB’nin bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı temel politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda, PPK politika faizinin belirlenmesinde artık tavsiye veren değil karar veren konumuna geçmiştir. Politika faiz kararı ile kısa gerekçesi toplantının yapıldığı gün, toplantı özeti ise beş iş günü içinde TCMB internet sayfasında yayımlanmaktadır. Merkez Bankası Kanunu’na göre yılda sekiz defa olan PPK toplantıları 2023 yılında on iki olarak yapılmaya başlanmıştır (TCMB, 2022a: 12).

Para politikasının iletişiminde benimsediği şeffaflık, hesap verebilirlik ve öngörülebilirlik doğrultusunda, PPK duyuruları dışında yıl içindeki enflasyon ile ilgili gelişmelerinin değerlendirildiği ve yılda dört defa yayımlanan Enflasyon Raporu ile kamuoyu bilgilendirilmektedir. Bunların yanı sıra, TCMB’nin yaptığı faaliyetler, para politikası

uygulamaları ve gelişmeler hakkında Başkan'ın, Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu'nda yaptığı sunumlar da kamuoyunun bilgilendirilmesinde önemli bir paya sahiptir. 2016 yılında iletişim politikasında, reel sektör temsilcileri ve finans kuruluşları ile toplantılar yapılarak farklı kitleleri bilgilendirmek ve kamuoyuyla iletişimi güçlendirmek amacıyla Merkezin Güncesi adlı bir blog sitesinin açılması gibi bazı yenilikler de getirilmiştir (TCMB, 2022a:12).

2.2.1. Enflasyon Hedeflemesi: 2006-2016 Dönemi

Açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçişin ilk yılı itibariyle, dünya genelinde yaşanan olumsuz ekonomik gelişmelerin etkisiyle Türkiye ekonomisi bir takım arz şokları ile karşı karşıya kalmıştır. Bunun neticesinde enflasyon oranları geçiş dönemine zıt bir şekilde hedeflenen oranlardan daha yüksek şekilde gerçekleşmiştir. Şekil 2'de görüldüğü üzere enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle açıklanan üç yıllık nokta hedefler; 2006 yılı için %5, 2007 ve 2008 yılları için %4'tür. Dönem boyunca 2009 ve 2010 yılları hariç gerçekleşen enflasyon hedeflenenin üzerinde seyretmiş ve aradaki fark giderek açılmıştır. Bu dönemde enflasyon hedeflemesinin başarısını engelleyen iki önemli gelişmenin dolarizasyon ve dış şoklar olduğu değerlendirilmektedir (Doğru, 2015: 171).



Şekil 2. 2006-2023 Dönemi Hedef ve Gerçekleşen Enflasyon

Kaynak: (TCMB, 2023a)

Açık enflasyon hedeflemesi dönemine geçilmesiyle yaşanan ilk olumsuz durum, 2006 yılı ortalarında küresel likidite şartlarının gelişmiş ülkelerin lehine değişimi neticesinde gelişmekte olan ülkelere kaçan sermaye ile ortaya çıkmıştır. Bu sermaye çıkışına Türk lirası

(TL)'nin yaşadığı değer kaybı ve iklim koşulları kaynaklı tarım ürünlerinin fiyatlarında yaşanan kontrol dışı artışın eklenmesi ile enflasyon oranları ciddi miktarda yükselmiş ve %5 olarak hedeflenen oranın 4,7 puan üzerinde %9,7 gerçekleşmiştir (TCMB, 2008: 2). Hedeften sapmaların enflasyon beklentilerinde olumsuz etki oluşturmasını engellemek isteyen TCMB, sıkı para politikası uygulamalarına ek olarak politika faiz oranlarında artışa gitmiştir. 2007 yılında da bir önceki yıl başlayan kötü iklim şartları etkisini sürdürmüş ve tüm dünya genelinde tarım ürünleri arzında yaşanan azalmanın talebi karşılamakta zorlanması neticesinde arz yönlü şoklar oluşmuştur. 2007 enflasyon oranlarında yaşanan büyük yükselişin bir diğer önemli sebebi, emtia ve enerji fiyatlarında yaşanan büyük artış olduğu söylenebilir. Bu artış sebebiyle akaryakıt üzerinden tahsil edilen özel tüketim vergileri artırılmak durumunda kalmış ve bu durum enflasyonun hedeften uzak bir seyir izleyerek %8,4 oranında gerçekleşmesine neden olmuştur (TCMB, 2008: 3). 2008 yılında ise enflasyon gelişmeleri üzerinde tamamen TCMB'nin kontrolü dışında küresel gelişmeler etkili olmuştur. 2008 küresel mali krizin etkisiyle küresel ekonomik daralma sonucunda tarım ürünleri ve enerji fiyatlarında yaşanan artışlar sonucunda 2008 yılsonu enflasyonu hedefin 6 puan üzerinde %10,1 oranında bir gerçekleşmeye sebebiyet vermiştir (TCMB, 2009: 1).

Hedefleme stratejisinin ilk yıllarında yaşanan yüksek oranda hedeften sapmaların enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkilemesini istemeyen TCMB, mevcut ekonomik verileri baz alarak 2009 ve 2010 yılları için belirlenen %4 enflasyon hedefinin revize edilmesini önermiştir. Merkez Bankasının bu önerisinin yerinde bulunmasını takiben 2009 ve 2010 yılları için enflasyon hedefleri sırasıyla %7,5 ve %6,5 olarak güncellenmiştir. Banka bu hedef güncellemesinin fiyat istikrarı politikasının gevşediği algısına sebebiyet vermemesi için aynı zamanda faiz artırımına gitmiştir (Ermişoğlu: 2011: 56).

Genellikle para politikası kontrolü dışında gelişen uzun süreli olan dışsal şoklar hedeflenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki farkın oluşmasında etkili olmuştur. Dolayısıyla, 2006, 2007 ve 2008 yıllarında gerçekleşen enflasyon hedefleri aşmıştır. 2009 ve 2010 yıllarında enflasyon hedeflerinin revize edilmenin etkisiyle TCMB ciddi güvenilirlik kaybı yaşamış ve para politikası uygulamasında belirsizlikler ve risklerde artış olmuştur. Dolayısıyla döviz kuru, faiz ve kredi riskinde önemli dalgalanmalar yaşanmıştır. 2009 yılında Türkiye'de enflasyona yön veren etkenler yine dış kaynaklı olarak ortaya çıkmıştır. Tüm dünya genelinde etkisini gösteren küresel finansal krizin etkisi ile birlikte toplam talepte meydana gelen daralma tüm ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de yaşanmasıyla 2009 yılı enflasyon oranı hedeflenen %7,5 oranın altında %6,5 olarak gerçekleşmiştir. Küresel anlamda yaşanan

gelişmeleri yakından takip eden TCMB ekonomik daralmanın oluşturacağı olumsuz etkileri bertaraf etmek amacıyla politika faizini indirmek suretiyle iç piyasada dolaşan likiditeyi artırıcı tedbirler almıştır. Bu dönemde gecelik borçlanma faizi %16,75 seviyesinden %6,5'e kadar kademeli olarak düşürülmüştür (Başçı ve Kara, 2011: 10). Krizin etkileri 2010 yılı itibariyle hafiflemeye başlamış ve bu hafiflemeyi takiben gelişmekte olan ülkelerde üretim düzeyi hızlı bir artış göstermiştir. Gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan bu üretim artışı TCMB tarafından erken dönemde fark edilmiş ve olası bir talep artışı etkisinin fiyat istikrarı politikasına zarar vermesini engellemek amacıyla piyasalardaki likiditenin aşamalı olarak azaltılması politikalarına ek olarak zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 13). Erken dönemde alınan tedbirler sayesinde yılsonu enflasyon oranı daha önce belirlenmiş olan %6,5 hedefin altında %6,4 olarak gerçekleşmiştir (Bkz. Şekil 2).

Küresel finansal kriz sonrasında ekonomi politikaları içinde para politikası önemli hale gelerek merkez bankalarının ekonomi içindeki etkinliği artmıştır (Oskay, 2017: 8). Yaşanan küresel çaptaki gelişmeler ve özellikle 2008 küresel finans krizi, fiyat istikrarı hedefine ulaşma doğrultusunda uzun zamandır kullanılan geleneksel para politikası araçlarının ve fiyat istikrarı hedefinin tek başına ekonominin makroekonomik istikrarı için yeterli olamayacağını göstermiştir. Bu doğrultuda, pek çok merkez bankası gibi TCMB 2010 yılı sonlarından itibaren fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için aynı zamanda finansal istikrarın sağlanmış olması gerekliliği üzerine eğilmiş ve çok çeşitli geleneksel olmayan (makro ihtiyati) para politikası aracını birlikte kullanma yolunu seçmiştir. Böylece 2006 yılından itibaren uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi, temel amaç olan fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da dikkate alacak şekilde revize edilmiştir. Uluslararası sermaye akımlarının tarihin en yüksek boyutlarına ulaştığı bu dönemde, yeni para politikası anlayışı ve politika amacı olarak belirlenen finansal istikrar doğrultusunda politika araçlarının da çeşitlenmesi gerekliliğini doğurmuştur. Bu bağlamda, mevcut enflasyon hedeflemesi stratejisine aktif likidite politikasına dayalı esnek bir düzenleme getirilmiştir. Gecelik faiz oranları ve zorunlu karşılıklar gibi mevcutta kullanılan para politikası araçlarına politika faizi, Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), likidite yönetimi gibi yeni araçlar dahil edilmiştir (Oskay, 2017: 7-8). Daha önceden politika faizi olarak gecelik faiz oranları kullanılmaktayken değişen likidite koşullarına uyum sağlamak amacıyla repo faizi politika faizi olarak kullanılmaya başlanmıştır.

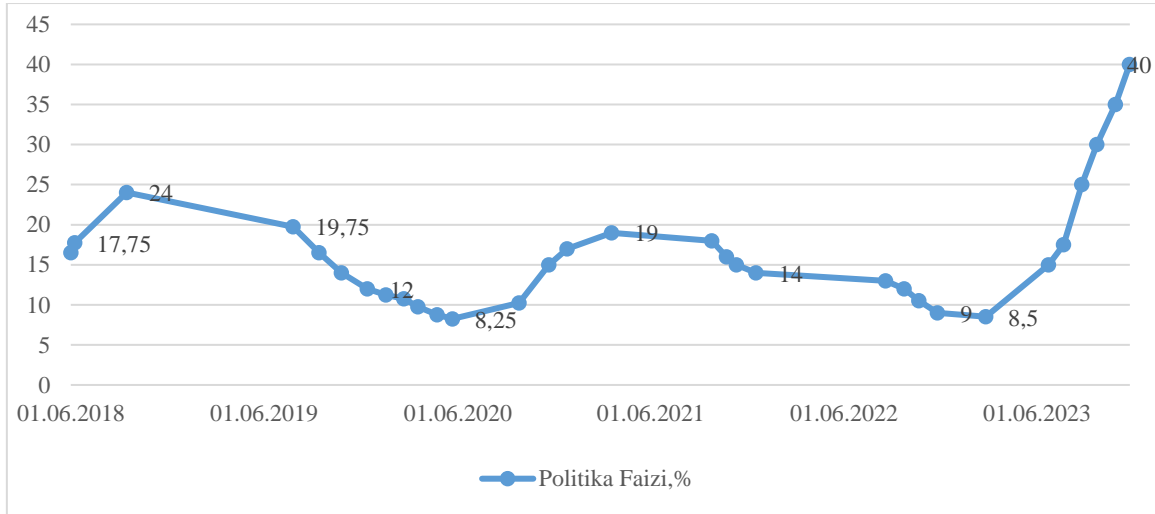
Bütün bu gelişmeler sonucunda Şekil 2'de görüldüğü gibi, 2009 ve 2010 yılında hedeflere ulaşan enflasyon, takip eden yıllarda hedeflenenin üzerinde seyretmiştir. 2011 yılında işlenmemiş gıda fiyatlarında fiyat artışına ek olarak küresel ekonomide artan belirsizlik ve

Avrupa’da başlayan borç krizi nedeniyle yabancı sermaye çıkışı başlamıştır. Bu bağlamda, TL’de yaşanan değer kaybından kaynaklı enflasyon hedeflerinde sapma yaşanmış ve 2011 enflasyon oranı hedefin yaklaşık 4,9 puan üzerinde %10,4 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2011: 28). 2012 yılında ise küresel bazda işlenmemiş gıda fiyatlarında beklenen düşüşün gerçekleşmesine ek olarak iç talebin daralması ile birlikte hedeflenen %5 oran tutturulamamış ancak belirsizlik aralığı (%3-%7) içerisinde %6,2 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon hedeflemesine geçilmesinden 2013 yılına kadarki dönemde, yurtiçinde reel faizlerin yüksek olması neticesinde artan yabancı sermaye girişleri TL’de değer artışı sağlamış ve böylece ithal edilen enflasyonun etkisi azalmıştır. Ayrıca enflasyon hedeflemesine güven duyulması enflasyon beklentilerinin ve fiyatlamada davranışlarının bozulmasını engellemiştir (Akçay, 2023: 206). 2013 yılında Amerikan Merkez Bankası (Fed), 2008 krizinden çıkış kapsamında uyguladığı miktarsal genişlemenin azaltılacağını ve zaman içerisinde faiz artışlarına geçileceğini açıklamış ve bunun sonucunda Türkiye’den yabancı sermaye çıkışları başlayarak TL hızla değer kaybetmiştir. 2013 yılında özellikle döviz kurlarında yaşanan artış yönlü istikrarsızlıklar neticesinde enflasyon oranında artış izlenerek %7,4 olarak gerçekleşmiştir (Bkz. Şekil 2). 2014 yılında da TCMB sıkı para politikası uygulamalarını sürdüren bir çerçevede likidite politikası izlemiştir. 2015 yılında enflasyon oranlarının belirleyicisi özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükseliş ve TL’nin yaşadığı değer kaybı olmuştur. Enflasyon bu sebeplere bağlı olarak Şekil 2’de görüldüğü üzere, 2014’de (%8,2) ve 2015’de (%8,8) 2012 yılından itibaren %5 olarak belirlenen hedefin üzerinde kalmaya devam etmiştir. 2016 yılında yaşanan darbe girişimi sonrasında uluslararası kredi değerlendirme kuruluşlarının Türkiye’nin kredi notunu düşürmeleri sonrasında yabancı sermaye girişleri daha da yavaşlamıştır. Dolayısıyla 2016 yılında enflasyon özellikle döviz kurlarında yaşanan istikrarsızlıklar ve gıda fiyatlarında yukarı yönlü eğilim neticesinde %8,5 olarak gerçekleşmiştir. 2006-2016 döneminde (2009 ve 2010 yılları hariç) gerçekleşen enflasyon hedeflenenin üzerinde seyretmiş ancak tek haneli kalmaya devam etmiştir.

2.2.2. Enflasyon Hedeflemesi: 2017-2023 Dönemi

2017 yılından itibaren çift haneli olan enflasyon, hedeflenenden daha hızla artmaya başlayarak aradaki fark yüksek oranda açılmıştır. 2017 yılında TL’de yaşanan değer kaybının artmakta olması neticesinde enflasyon, hedefin 6,5 puan üzerinde %11,5 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyondaki böylesine artış, döviz kurunun yükselmesi neticesinde üretici maliyetlerinin artması olarak değerlendirilmektedir. TCMB enflasyon oranının yıl içerisindeki seyrine göre

kademeli olarak parasal sıkılaştırmayı artırmıştır. 2018 yılında da para politikasındaki sıkı duruşa rağmen enflasyon, hedeflenen 15,3 puan farkla %20,3 seviyelerine yükselmiştir (Bkz. Şekil 2). 2017 yılında TCMB fiyat istikrarı odaklı para politikası yerine önceliği yatırım ve üretim artışını desteklemeye verdiği değerlendirilmektedir. Yüksek ve hedeften sapan enflasyona rağmen, uygulanan düşük faiz ve Kredi Garanti Fonu (KGF) destekli kredi genişlemesi sonucunda 2018 yılında döviz krizi yaşanmıştır. TL'deki hızlı değersizleşmeyi önlemek ve iç talebi yavaşlatmak amacıyla Şekil 3'de görüldüğü gibi, 14 Eylül 2018'deki PPK toplantısında alınan karar ile 1 hafta vadeli repo faizi 6,25 puan artırılarak %17,75'ten %24'e yükseltilmiştir. 2019 yılında ise Fed' in para politikasını değiştirerek genişletici bir uygulamaya geçme kararını açıklaması, yurtçinde yükselen faiz neticesinde döviz kurunda istikrarın sağlanması ve enflasyonun düşmeye başlaması üzerine, TCMB Temmuz ayında politika faizini indirmeye başlayarak yılsonunda %12'ye kadar düşürmüştür (Çufadar, 2023: 88). 2019'de bir önceki yıla göre 8,5 puan gerileyerek %11,84 olarak gerçekleşen enflasyon 2020 yılında Covid-19 salgınının başlamasıyla tekrar artış eğilimine geçerek %14,6 seviyesine yükselmiştir (Bkz. Şekil 2).



Şekil 3. Politika Faizi (1 Hafta Vadeli Repo Faizi, %)

Kaynak: (TCMB, 2023b)

2020 yılında ortaya çıkan Covid-19 salgını küresel kapsamda ciddi bir sağlık tehdidi oluşturmakla birlikte ülkelerin ekonomik yapılarını da önemli ölçüde etkilemiştir. Ülkelerin salgının yayılmasını önlemek adına aldığı tedbirler başta bireylerin tüketim alışkanlıklarını olmak üzere üretim ve istihdam süreçlerini de olumsuz şekilde etkilemiştir (Oskay, 2022: 88). Bu kapsamda, dünya genelinde merkez bankalarının büyük oranda piyasalara likidite sağlama odaklı uyguladıkları parasal genişlemeler ile hane halkı ve firmaları destekleyici mali politikalar sonucunda ekonomik faaliyetlerin canlanması ile toplam talep artmıştır. Üretimin

artmaya başlamasıyla başta enerji olmak üzere tüm emtiaya olan talep artışının maliyetleri yükselttiği bir ortamda başlayan Rusya-Ukrayna savaşı, enerji ve tüm emtia fiyatlarındaki artışı hızlandırması neticesinde 2021 yılında küresel enflasyon yükselişe geçmiştir (Oskay, 2022: 102). Bu gelişmeler sonucunda, dünyada 2021 yılından itibaren başta Fed olmak üzere birçok merkez bankası sıkı para politikası ve faiz artışları ile enflasyonu kontrol altına almaya çalışmışlardır.

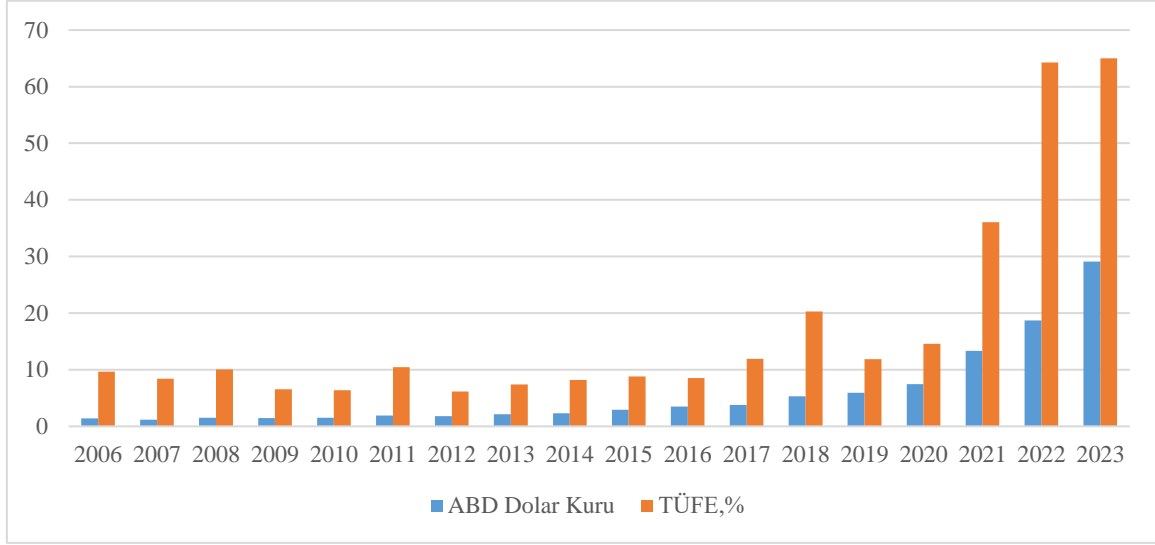
Türkiye’de ise TCMB öncelikli olarak salgının hem ekonomiye olan olumsuz etkisini hem de enflasyon beklentisinde oluşan riskleri sınırlandırmak amacıyla dünyadaki parasal genişlemeye uygun olarak 2020 yılı Mayıs ayına kadar faiz indirimine devam ederek %8,25’e kadar düşürmüştür. Böylece finansal piyasaların, kredi kanalının ve firmaların nakit akışlarının kesintiye uğraması önlenmek istenmiştir. Bu dönemde TCMB’nin aldığı tedbirler yalnızca politika faizi ile kalmayıp dört madde halinde özetlenebilir (TCMB, 2020):

- Bankalara hem Türk lirası hem de yabancı para likidite yönetimi ile ilgili esneklik tanınması kararlaştırılmıştır. Bu kapsamda hem gün içi hem gecelik vadede bankalara tüm likiditenin sağlanacağı duyurulmuştur. Ayrıca piyasa yapıcı bankalara Açık Piyasa İşlemleri limitlerinin artırılması kararlaştırılmıştır.
- Salgından önemli ölçüde etkilenen reel sektöre kredi akışının kesintisiz bir şekilde devam ettirileceği ve özellikle ihracatçı firmaların destekleneceği açıklanmıştır.
- Reeskont kredisi geri ödemelerinin vadesi 90 güne kadar uzatılmış, bu sayede ihracatçı firmalara nakit akışının devam etmesi amaçlanmıştır.
- Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) piyasası likiditesinin desteklenerek parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi amaçlanmıştır.

Hızlı kredi genişlemesi ile artan enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki bozulmanın döviz kurunu artırması neticesinde 2020 yılı Eylül ayında tekrar faiz artışına geçilerek politika faizi %10,25’e yükseltilmiştir. 7 Kasım 2020 tarihinde TCMB başkanı Murat Uysal görevden alınarak yerine Naci Ağbal atanmıştır. Bu dönemde küresel ekonomide belirsizlik, kredilerdeki genişlemenin iç talebi artırması, döviz kurunun yükselerek TL’nin değer kaybetmesi, küresel gıda enflasyonundaki artışın enflasyonu olumsuz etkilemesi ve artan cari açık parasal sıkılaştırmayı gerektirmiştir. Bu bağlamda, politika fazinde kademeli artışa geçilerek 2021 Mart ayında %19’a kadar yükseltilmiştir. Bu tarihten sonra yani göreve atandıktan dört ay sonra görevden alınan Naci Ağbal’ın yerine atanan Prof. Dr. Şahap Kavcıoğlu döneminde, yüksek enflasyona rağmen tekrar genişletici para politikası uygulanmasına geçilmiş ve politika faizi kademeli olarak düşürülerek 2021 yılsonunda %14’e getirilmiştir (Bkz. Şekil 3). TCMB, 2020

Kasım- 2021 Eylül döneminde, enflasyon hedeflemesiyle uyumlu olarak para politikasında sadeleşmeye giderek tek amaç-tek araç stratejine geçmiştir. Ancak 2021 Eylül ayından itibaren tekrar genişletici para politikasına dönerek enflasyon hedeflemesini ikinci planda tutmuş, artan iç talep ve enflasyona rağmen politika faizini indirmeye başlamıştır (Çufadar, 2023: 90). 2021 Eylül ayında başlayan faiz indirim süreci neticesinde TL hızlı değer kaybederken döviz talebi artış göstermiştir. Dünya genelinde yüksek enflasyonun kontrol altına alınması amaçlı sıkı para politikası uygulanırken TCMB'nin tam tersine genişletici para politikası uygulayarak faizi düşürmüştür. Bu bağlamda, önceliğin ekonomide büyümenin sürdürülmesi olduğu enflasyon hedeflemesinin ikinci planda kaldığı değerlendirilmektedir. Aynı zamanda Merkez Bankası Başkanlarının sık aralıklarla görevden alınması, TCMB'nin bağımsızlığı tartışmalarını gündeme getirmiş ve bu durum beklentilerin ve fiyatlama davranışlarının bozulmasına, ülke riskinin artmasına yol açarak döviz kurunda büyük miktarda artışa neden olmuştur.

Şekil 3'te görüldüğü gibi, 2022 yılında da faiz indirimine devam edilerek yılsonunda %9'a düşürülmüştür. Küresel büyümenin azalarak durgunluk riskinin artması nedeniyle merkez bankalarının sıkılaştırıcı para politikasından vazgeçecekleri, jeopolitik nedenlerle enerji maliyetindeki artışların enflasyona yansımalarının geçici olacağı, sanayi üretimi ve istihdam artışının devam ettirilmesi gerekliliği gibi gerekçelerle TCMB faiz indirimine yönelmiştir (TCMB, 2022b). Ancak 2022 yılında enflasyon yükselmeye devam etmiş ve son 20 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Şekil 2'de görüldüğü gibi, 2021'de %36,08'e yükselen enflasyon 2022'de %64,27 olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılının ilk yarısında jeopolitik gelişmelerle birlikte arz kısıtları belirginleşmiş, başta enerji olmak üzere küresel emtia ve gıda fiyatlarında hızlı artışlar yaşanmıştır. Negatif arz şoklarına ek olarak, 2021 yılının son çeyreğinde hızlanan döviz kuru artışı enflasyonist baskı yaratmıştır. Şekil 4'te yılsonu döviz kuru (dolar kuru) seviyeleri ile TÜFE oranı verilmektedir. Şekil 4'te görüldüğü üzere, 2017 yılından itibaren artan döviz kuru enflasyon üzerinde baskı oluşturmakta olup özellikle Covid-19 salgın öncesi 2019 yılında 5,95 olan dolar kuru, 2020'de 7,43, 2021'de 13,35 ve 2022'de 18,73 seviyesine yükselmiştir. Çalışmanın tamamlandığı 2023 yılı Aralık ayında dolar kuru 29,09 seviyesine kadar yükselmiştir.



Şekil 4. Dolar Kuru (TL/\$) ve Tüketici Enflasyonu (TÜFE)

Kaynak: (TCMB, 2023a ve 2023d)

Bu dönemde artan döviz kuru enflasyonun yükselmesinde en temel etkenlerden biri olarak görülmektedir. Döviz kuru artışının önlenmesi ve TL'nin değerlenmesi hem finansal istikrar hem fiyat istikrarının sağlanması açısından önemlidir. Bu bağlamda, 2022 yılı Ocak ayında dövize olan talebi azaltmaya yönelik TCMB, Liralaşma Stratejisi ile kalıcı fiyat istikrarını sağlamaya yönelik yeni bir politika uygulamasına geçmiş ve Kur Korumalı Mevduat (KKM) sistemi yürürlüğe girmiştir. Böylece dolarizasyon azaltılarak TL cinsi varlıkların finansal sistem içinde ağırlıklı bir tasarruf aracı olması, bilançolarda, yurtiçi ticari işlemlerde ve TCMB fonlamasında ağırlık olarak TL varlıkların kullanılması ve tek değişim aracı olması hedeflenmiştir (TCMB, 2022a: 5).

Bu dönemde, hükümet tarafından Yeni Ekonomi Modeli ile sürdürülebilir büyüme amaçlanarak yatırım, istihdam, üretim ve ihracatı destekleyecek şekilde hedefli kredi ve likidite yönetimi uygulamalarına devam edilmiştir. Aynı zamanda, TCMB tarafından düşük faiz politikasına devam edilmesi kredi genişlemesini, cari açığı ve döviz talebini daha da arttırarak enflasyonun yükselmesini engelleyememiştir. TCMB'nin temel amacı olan fiyat istikrarından uzaklaşarak önceliği büyüme, ihracat ve istihdam artışına verdiği değerlendirilmektedir. Enflasyonun belirlenen %5 hedeften yüksek oranda sapma göstermesi para politikası uygulamasına güvensizlik yaratmış ve dolayısıyla ekonomik birimlerin enflasyonist beklentilerinin kalıcı olmasına ve fiyatlama davranışlarının bozulmasına, dolarizasyon ve iç talep artışına yol açarak bir döviz kuru-faiz kısır döngüsü yaratmıştır. Enflasyonun artış hızı 2022 yılından sonra yavaşlasa da yüksek seyrini devam ettirmiştir. Enflasyonun hedeflenenden yüksek oranda sapma gösterdiği özellikle 2021 Eylül ayından 2023 Haziran ayına kadar (20 ay)

politika faizinde indirim yapmıştır. Genişletici para politikası büyümeyi artırmış ancak aynı zamanda, yüksek enflasyona, dolarizasyona, cari açığa yol açmış ve döviz kuru baskısını artırmıştır. Kur baskısı rezerv satışları ve KKM uygulamasıyla azaltılmaya çalışılsa da Merkez Bankası nakit rezervleri ciddi düzeyde azalış göstererek ödemeler dengesi kriz riski oluşturmuştur (Çufadar ve Cunedioğlu, 2023:1). Genişletici para politikası ile birlikte kur artışlarının devam edeceği beklentisinin oluşması enflasyonun yapışkanlığını artırmıştır. Bu dönemde enflasyonun yükselmesinde döviz kuru artış beklentilerinin yansısı iç talep ile küresel emtia fiyat artışları da etkili olmuştur.

9 Haziran 2023 tarihinde Dr. Hafize Gaye Erkan'ın TCMB Başkanlığına atanmasıyla enflasyonla mücadele öncelikli hedef olarak belirlenmiş ve parasal sıkılaştırma politikasına geçilmesine karar verilerek kademeli olarak politika faizi arttırılmaya başlanmıştır. Şekil 3'te görüldüğü üzere, 2023 yılında politika faizi yukarı yönlüdür. Parasal sıkılaştırmanın ilk adımı olarak, 2023 yılı başında %8,5 olan politika faizi 23 Kasım 2023 tarihinde toplanan PPK'da %40'a kadar yükseltilmiştir. 2023 yılı Şubat ayında %8,5'e indirilen politika faizi 6,5 puan artışla Haziran'da %15'e yükseltilmiştir. Takip eden aylarda da faiz artırımına devam edilerek, 2023 yılı Ekim ayında %35'e yükseltilecek politika faizi Kasım ayında %40 olarak açıklanmıştır. Böylece politika faizi Haziran 2023'ten itibaren 31,5 puan artırılmıştır.

2023 yılı üçüncü çeyreğinde tüketici enflasyonu 23,3 puan artarak %61,5 seviyesine ulaşmıştır. Bu gelişmede, enflasyon beklentilerinde gözlemlenen önemli artışların yanı sıra TL'nin yüksek değer kaybı, ücret ve vergi artışları, küresel enerji fiyatlarındaki artışlar etkili olmuştur. Sıkı para politikasının kararlı ve istikrarlı olarak devam ettirilmesiyle birlikte, kısa vadede aylık enflasyon yavaşlarken enflasyon beklentilerinde de iyileşme sağlanabilecektir. TCMB, enflasyonun 2023 yılı sonunda %65 olarak gerçekleşeceğini tahmin etmektedir. Bunun yanı sıra, 2024'ün ilk yarısında enflasyonun %70'e yükseleceği ancak ikinci yarısından itibaren istikrarlı olarak gerileyerek %33'e düşeceği öngörülmektedir. 2024 yılı sonunda enflasyonun %36 ve 2025 yılı sonunda ise %14 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmektedir (TCMB, 2023c: 1). Merkez Bankası tarafından açıklanan piyasa katılımcıları anketine göre ise 2023 yılsonu enflasyon beklentişi, TCMB tahminlerinden yüksek olup %68 iken, 12 ay sonraki enflasyon beklentişi %45, 24 ay sonraki enflasyon beklentişi ise %26'dır. Orta Vadeli Programa (OVP) göre, enflasyonun 2024 sonunda %33'e, 2025 sonunda %15,2'e, 2026 sonunda da tek haneli düzeye (%8,5) düşeceğini tahmin edilmektedir (SBB, 2023a: 21). On İkinci. Kalkınma Planına göre, 2028 yılında enflasyonun hedeflendiği gibi hatta 0,3 puan altında %4,7'e gerileyeceği tahmin edilmektedir (SBB, 2023b: 69).

2.3. Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Bazı Temel Ekonomik Göstergeler

Fiyat istikrarını sağlanmak amacıyla enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanması, enflasyonun yanı sıra ekonomide birçok önemli göstergelyi de etkilemektedir. Tablo 2’de açık enflasyon dönemine ait bazı temel ekonomik göstergeler verilmektedir. Özellikle bu dönem cari açıkla büyüyen bir ekonomi görünümündedir. Tablo 2’de görüldüğü gibi, ekonomi 2009 yılında küresel finansal krizin etkisiyle %4,8 oranında küçülme gösterse de diğer yıllarda büyümüştür. Genellikle büyüme ve istihdam artışını hedefleyen ekonomi politikaları, özellikle 2017 yılından itibaren büyümeyi artırmak ve ekonomik faaliyetleri canlandırmak amacıyla üretim ve yatırım artışına yönelmişlerdir.

Tablo 2: 2006-2023 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler (%)

Yıllar	Büyüme Oranı	Cari Denge/GSYH	Bütçe Dengesi/ GSYH	Net Kamu Borç Stoku/GSYH	M2/GSYH
2006	7,1	-6,1	-0,6	32,3	39,2
2007	5,0	-5,9	-1,8	27,8	40,7
2008	0,9	-5,7	-1,8	26,5	46,0
2009	-4,8	-2,2	-5,3	30,6	51,9
2010	8,9	-6,2	-3,6	27,1	53,2
2011	10,7	-9,7	-1,3	20,5	50,5
2012	4,8	-6,1	-1,9	15,1	52,3
2013	8,5	-6,8	-1,0	10,7	58,1
2014	4,9	-5,0	-1,1	8,9	57,8
2015	6,1	-3,8	-1,0	6,7	51,6
2016	3,3	-3,8	-1,1	8,1	53,9
2017	7,5	-5,5	-1,5	8,1	52,3
2018	3,0	-2,5	-1,9	13,5	51,6
2019	0,8	1,0	-2,9	16,3	57,0
2020	1,9	-5,1	-3,4	19,2	65,9
2021	11,4	-1,8	-2,7	20,5	69,8
2022	5,6	-5,4	-1,0	16,8	54,7
2023*	4	-4,0	-6,4	-	-

Kaynak: HMB, TÜİK, SBB

*: OVP

Genişletici para politikasının uygulandığı ve faiz indirimlerinin olduğu dönemlerde, kredi genişlemesi ve iç talep artışının etkisiyle yatırımlarda olumlu bir performans gerçekleşmiştir. 2018 yılında küresel ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama ve faiz artışı

sonucunda kredi daralması iç talebin daha da daralmasına yol açarak büyüme oranının azalmasına yol açmıştır. Böylece 2018 yılı büyüme oranı bir önceki yıla göre azalarak %3 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise küresel kapsamda tüm ülkelerin büyüme oranlarını etkileyen ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlamanın etkisiyle %0,8 olarak gerçekleşmiştir. Covid-19 salgınının etkilerinin en ağır hissedildiği 2020 yılında ise %1,9 oranında büyüme göstermiştir. 2021 yılında ekonominin hızlı toparlanmasıyla artan faaliyetler neticesinde %11,4'e yükselen büyüme oran, 2022 yılında Rusya-Ukrayna savaşına rağmen %5,6 olarak gerçekleşmiştir. Orta Vadeli Programa (2024-2026) göre büyüme oranı 2023 yılsonunda %4 olarak beklenmektedir (Bkz. Tablo 2).

Dış talepte zayıflamaya rağmen, Eylül 2021-Haziran 2023 döneminde genişletici para politikası uygulanması, kredi genişlemesine dayalı iç talep kaynaklı büyüme artışı sağlamıştır. Ancak cari açık kronik yapısal bir sorun haline dönüşmüştür. 2001 krizinden sonra uygulanan ekonomi programı ile iç talep ve yabancı sermaye artışına dayalı büyüme modelinin ithalatı ucuz hale getirmesiyle cari açık sorunu oluşmuştur. Tablo 2'de görüldüğü gibi, 2006 yılında %6,1 açık veren cari denge/GSYH oranı, 2009 kriz yılında gerilese de 2011 yılında %9,7 oranına yükselmiştir. 2013 yılı sonrasında küresel finansal koşullar değişmeye başlamış ve yabancı sermayenin azalmasına yol açmıştır. Bu dönemde ekonomik büyümenin sağlanması için faizlerin düşürülmesi gereği kredi hacmini artırarak ithal mallara olan talebi artırmış ve dolayısıyla cari açık daha da artmıştır. Sonraki yıllarda azalan cari açık/GSYH oranı 2019 yılında %1 fazla verirken 2020'de salgının da etkisiyle %5,1'e yükselmiştir. 2021'de iç talep, enerji fiyatlarındaki yükseliş ve ihracat pazarlarının durgunluğa girmesiyle azalma gösteren cari açık, küresel ekonominin toparlanması ve ekonomik faaliyetlerin artmasıyla 2022 sonu itibarıyla %5,4'e yükselmiştir. Önemli kırılma göstergelerinden biri olan yüksek cari açığın rekor düzeylere ulaşması, para politikasının etkinliğini azaltmakla birlikte ekonomiyi içsel ve dışsal şoklara duyarlı hale getirmektedir. Cari açığın azaltılması fiyat istikrarının sağlanması için önemlidir. Seçim öncesi dönemde özellikle altın ve otomotiv ithalatı nedeniyle artan cari açık, Temmuz 2023'ten itibaren düşüş eğilimindedir. Bu gelişmede, dış talep zayıflığı nedeniyle ihracatın yatay seyretmesi ile azalan altın ve otomotiv ithalatının etkisi olduğu değerlendirilmektedir (Çufadar ve Cunedioğlu, 2023: 3). Ancak OVP'ye göre, 2023 yılsonu cari açık/GSYH oranı %4, 2024'te ise %3,1 öngörülmektedir (SBB, 2023a: 41). Sıkı para politikası uygulamasına devam edilmesi ile iç talep azalma gösterirken cari dengede de aşamalı iyileşme sağlanacağı beklenmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olmasında önemli olan ön koşullardan olan mali baskınlık ve mali derinlik göstergeleri de Tablo 2’de verilmektedir. Tablo 2’ye göre, mali baskınlık göstergeleri 2017 yılından itibaren bozulmaya başlamıştır. 2017 yılına kadar sıkı maliye politikası uygulanırken, 2017 yılında düşen büyüme oranını yükseltmek amacıyla, kredi garanti fonu, vergi indirimleri, sosyal güvenlik prim ödemelerinin ertelenmesi, istihdama parasal teşvik verilmesi gibi genişletici maliye politikası uygulanmaya başlanması bütçe açığının artmasına neden olmuştur. Bu durum enflasyon hedeflemesi yapan para politikası ile maliye politikası arasında koordinasyonun olmadığını göstermektedir (Eğilmez, 2018).

Türkiye’de 2001 krizi sonrası sağlanan mali disiplin, güçlü bir çıpa görevini yapmış ve 2008 küresel mali krizin ekonomi üzerine etkilerinin düşük düzeyde kalmasını sağlayarak enflasyonun düşürülmesinde öncü bir rol oynamış olsa da 2012 yılından itibaren geçerliliği devam eden %5 hedefe ulaşamamıştır. Mali disiplinin önemli göstergelerinden biri olan bütçe açığının GSYH’ye oranı, 2017 yılında %1,5’e yükselirken 2019’da %2,9, 2020’de ise %3,4’e ulaşmıştır. Covid-19 salgın sonrası 2021-2022 döneminde ekonominin toparlanmaya başlaması ile kamu gelirlerinin artması neticesinde bütçe açığının GSYH’ye oranı %1’e gerilemiştir (Bkz. Tablo 2). Seçim uygulamaları ve Kahramanmaraş depreminin bütçe disiplini bozucu etkisi beklenildiği kadar gerçekleşmemiştir. Bu gelişmede, 2023 Temmuz ayında yüksek vergi artışları, deprem harcamalarının sonraki yıla aktarılması, artan iç talep ve reel sektörün yüksek karlılığı gibi nedenlerin etkili olduğu değerlendirilmektedir (Çufadar ve Cunedioğlu, 2023:4). Ancak önümüzdeki dönemlerde, yeni ekonomi programı kapsamında sıkı para politikasının desteklemesi açısından çözülmesi gereken en önemli sorunlardan biri artma olasılığı yüksek olan bütçe açığı olduğu düşünülmektedir. OVP göre 2023 ve 2024 yılsonu bütçe açığı/GSYH oranı %6,4 olarak öngörülmektedir (SBB, 2023a: 42).

Tablo 2’de görüldüğü üzere, net kamu borç stokunun GSYH’ye oranı enflasyon hedeflemesi döneminde düşüş eğilimi gösterse de 2017 yılından sonra artma eğilimine girmiştir. 2017 yılında %8,1 olan oran Covid-19 salgınının etkisiyle 2020 yılında %19,2’e ve 2021 yılında %20,5’a yükselmiştir. 2022 yılında genişletici para politikası uygulaması ile borçlanma maliyetinin düşük düzeyde kalması, ülke risk priminin yükselmesi gibi nedenlerle %16,8’e düşmüştür. Ancak önümüzdeki dönemlerde, enflasyon hedeflemesi ile sıkı para politikası uygulamasına devam edilmesi neticesinde, borçlanma maliyeti artacak, ülke risk primi düşecek, ekonomik faaliyetlerde yavaşlama ile birlikte vergi gelirleri azalacaktır. Bunların yanı sıra, 2023 yılı Mart ayı sonunda yapılacak yerel seçimin kamu harcamalarını

artırması neticesinde hem bütçe açığı hem de kamu borçlanması artacaktır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin başarısı için mali baskınlığın azaltılması zorlaşmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin başarısında önemli olan yüksek mali derinlik göstergesi M2 para arzının GSYH'ye oranı Tablo 2'de verilmektedir. Tablo 2'ye göre, bu oran 2006 yılında %39,2 iken izleyen yıllarda para piyasasının gelişmesiyle artış eğilimindedir. Covid-19 salgın krizi dönemi ve sonrasında genişletici para politikası uygulanması ve kredi genişlemesinin etkisiyle 2020'de %65,9'a ve 2021'de %69,8'e kadar yükselmiştir. 2022 yılında ise %54,7 düzeyine gerilemiştir. 2023 yılı ikinci yarısından itibaren sıkı para politikasına geçilmesine ve politika faizinin artırılmasına rağmen yabancı portföy girişi beklenildiği gibi gerçekleşmemiştir. Yabancı sermaye girişinin artması döviz kurunda istikrarın sağlanması ve kur kaynaklı enflasyonun önlenmesi açısından önemlidir. TCMB'nin yönetilen kur stratejisi uygulayarak aylık sınırlı kur artışlarına izin vermesi enflasyon ve bekleyişler üzerinde etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Sonuç

Fiyat istikrarının sağlanması amacıyla enflasyon hedeflemesi stratejisi, 1990'lı yıllardan itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin ilgisini çekmiş ve zaman içerisinde bu stratejiyi uygulayan ülke sayısı giderek artmıştır. 2001 finansal krizi ile yepyeni bir para politikası anlayışı uygulamaya koyan Türkiye de fiyat istikrarını sağlama hedefi doğrultusunda modern bir strateji olan enflasyon hedeflemesine geçiş yapmıştır. Bu geçiş sürecinin gerekliliklerini yerine getirmek adına para politikası ve özellikle merkez bankası yapısında önemli ölçüde değişikliğe gidilerek bağımsız bir yapıya kavuşturulmuştur. Bu bağlamda, 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi döneminde gerekli olan ön koşulların çoğunun sağlanmasıyla yüksek düzeylere ulaşan enflasyon oranı %10'un altına tek haneye düşürülmüştür. Resmi enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılından 2016 yılına kadarki on yıllık süreçte enflasyon hedeflenenin üzerinde kalsa da ortalama %8,3 olarak tek haneli olmaya devam etmiştir. Ancak 2017 yılından itibaren enflasyon, hem hedeflenenin oldukça üzerinde sapma göstermiş hem de çift haneli hale gelmiştir. Bunun yanı sıra, Merkez Bankası başkanlarının kısa aralıklarla görevden uzaklaştırılmaları siyasi baskılara maruz kaldığı izlenimini oluşturmuştur. Böylece araç bağımsızlığını giderek kaybeden ve fiyat istikrarı yerine büyüme hedefine öncelik veren TCMB, 2021 Eylül ayından 2023 Haziran ayına kadar, yüksek enflasyona rağmen faiz indirimine devam etmiştir. Bu durum piyasalarda güvensizlik yaratmış, ülke risk primi ve döviz kuru yükselmiş, TL değersizleşmiş, enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları bozulmuş

ve neticede hedef ile gerçekleşen enflasyon arasındaki fark hızla açılmıştır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi stratejisinden ve 2012 yılından itibaren belirlenen %5 hedefi değiştirmeyen TCMB'nin kredibilitesi azalmış, para politikası etkinliğini kaybetmiş, ekonomi dışsal ve içsel şoklara açık hale gelmiştir.

Makroekonomik dengelerin ve sürdürülebilir büyümenin sağlanabilmesi için öncelikle enflasyonun kontrol altına alınarak fiyat istikrarının sağlanması gerekmektedir. Bu açıdan öncelikle Merkez Bankasının bağımsızlığının ve kredibilitesinin artırılması gerekmektedir. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesinden vazgeçmeyen Merkez Bankası hem talep hem maliyet enflasyonunu önleyerek belirlenen orta vadeli hedefe ulaşmayı sağlamak için, elindeki en etkili araç olan politika faizini gerektiği oranda yükseltmeye devam etmesi gerekmektedir. Bu sayede sağlanan yüksek reel faiz, bir taraftan tüketim diğer taraftan döviz kuru artışını azaltarak TL'nin değerlenmesini sağlayacaktır. Bu bağlamda, TCMB'nin 2023 Haziran ayından itibaren para politikasını değiştirerek uygulamaya geçtiği sıkı para politikasını hedeflere ulaşmaya kadar kararlı bir şekilde devam ettirmesi önemlidir. Ancak enflasyonun kontrol altına alınabilmesi ve hedeflenen oranlara düşürülebilmesi için sadece politika faizini arttırmak yeterli olmayıp aynı zamanda sıkı maliye politikasıyla da desteklenerek politikalar arasında koordinasyonun sağlanması önem taşımaktadır. Elbette bu politikaların başta hukukun üstünlüğü ve kamu kurumlarında (özellikle Türkiye İstatistik Kurumu) şeffaflığın sağlanması gibi yapısal reformlarla birlikte uygulanması gerekmektedir.

Kaynakça

- Akçay, Ü. (2023). Türkiye’de 2002-2023 arası uygulanan para politikalarının ekonomi politiği. ODTÜ Gelişme Dergisi, 50(1), 195-236.
- Alparslan, M. & Erdönmez, P. A. (2000). Enflasyon hedeflemesi. Bankacılar Dergisi, 35, 14-41.
- Başçı, E. (2009). Fiyat istikrarı. TCMB 2. KPMG Türkiye finansal risk yönetimi konferansı. Ankara.
- Başçı, E. & Kara, H. (2011). Finansal istikrar ve para politikası. İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 26 (302), 9-25.
- Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F.S. & Posen, A.S. (1997). Inflation targeting: lessons from the international experience. New Jersey: Princeton University Press.
- Croce, E., & Khan, M. S. (2000). Monetary regimes and inflation targeting. Finance And Development, 37(3), 48.
- Cukierman, A. (1999). Targeting monetary aggregates and İnflation in Europe. Economic Research Discussion Paper, No: 39.
- Çufadar, A. & Cunedioğlu, E. (2023). Aylık ekonomik değerlendirme. Ankara: Tepav, Sayı:1.
- Çufadar, A. (2023). Türkiye’de yakın dönem merkez bankacılığı ve uygulanan politikaların sonuçları. ODTÜ Gelişme Dergisi, 50, 81-114.
- Doğru, B. (2015). Merkez bankası para politikası stratejileri. Ankara: Akademisyen Kitabevi
- Eğilmez, M. (2018). Üç önemli ekonomi sorusu. Erişim Tarihi: 10.11.2023. <https://www.mahfiegilmez.com/2018/03/uc-onemli-ekonomi-sorusu.html#more>
- Ermışoğlu, E. (2011). Enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye’deki başarısının değerlendirilmesi. Ankara: TCMB uzmanlık yeterlilik tezi.
- Eroğlu, İ. (2007). Açık enflasyon hedeflemesi stratejisi ve Türkiye deneyimi. Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2007(2), 1-28.
- Florini A. (1999). Does the invisible hand need a transparent glove? The politics of transparency. Washington: Annual World Bank Conference On Development Economics.
- HMB. Kamu istatistikleri. Erişim Tarihi: 10.11.2023. www.hmb.gov.tr
- Houben Aerdts C. F. J. (2000). The evolution of monetary policy strategies in Europe, Financial and Monetary Policy Studies, 34, The Netherlands: Kluwer pub.
- McCallum, B. T. (2001). Inflation targeting and the liquidity trap. National Bureau Of Economic Research Working Paper, No: 8225.

- Mishkin, F. S. & Posen, A.S. (1997). Inflation targetting: Lessons from four countries, NBER Working Paper, No. 6126.
- Miskin, F. S. (1999). International experiences with different monetary policy regimes. NBER working paper, No:7044
- Mishkin, F. S. (2000). Issues in inflation targetting in price stability and the longrun target for monetary policy. Canada: Bank of Canada.
- Mishkin, F. S. & Schmidt-Hebbel, K. (2001). One decade of inflation targetting in the world: what do we know and what do we need to know?, No. w8397, National Bureau Of Economic Research.
- Oskay, C. (2017). Küresel kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının uyguladığı yeni para politikasının etkinliği. Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Teknik Araştırmalar Dergisi, 14, 6-28.
- Oskay, C. (2023). Outlook of the Turkish economy: An overview of the covid-19 pandemic and post. BILTURK, The Journal Of Economics And Related Studies, 5(2), 87-109.
- Özatay, F. (2011). Parasal iktisat: Kuram ve politika. Ankara: Efil Yayınevi.
- Öztürk, S. (2009). Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı: Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin karşılaştırmalı analizi. Yönetim Ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 16(1), 191-205.
- Sargent, T. J. & Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5(3), 1-17.
- SBB. (2023-a). Orta vadeli program (2024-2026). Erişim Tarihi: 5.12.2023. www.sbb.gov.tr
- SBB. (2023-b). On ikinci kalkınma planı (2024-2028). Erişim Tarihi: 5.12.2023. www.sbb.gov.tr
- Schaechter, A, Stone, M. R. & Zelmer, M. (2000). Adopting inflation targetting: practical issues for emerging market countries. IMF Occasional Paper, No. 202.
- Svensson L. E. O. (2002). Inflation targetting: Should it be modeled as an instrument rule or a targetting rule?, NBER Working Paper, No.8925. <https://www.nber.org/papers/w8925>
- Şanlı, B. (2006). Enflasyon hedeflemesi uygulamaları ve Türkiye açısından değerlendirilmesi. Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 16, 37-56.
- TCMB. (2001). Yıllık rapor. Erişim Tarihi: 12.12.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2006). Enflasyon hedeflemesi rejimi. Erişim Tarihi: 12.12.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2008). Enflasyon raporu 2008-I. Erişim Tarihi: 12.12.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2009). Enflasyon raporu 2009-I. Erişim Tarihi: 12.12.2023. www.tcmb.gov.tr

- TCMB (2011). Yıllık rapor. Erişim Tarihi: 12.12.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2020). Korona virüsün ekonomik ve finansal etkilerine karşı alınan tedbirler. Erişim Tarihi: 16.12.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2022-a). 2023 yılı para politikası ve liralasma stratejisi. Erişim Tarihi: 16.12.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2022-b). Faiz oranlarına ilişkin basın duyurusu. Sayı: 2022-51. Erişim Tarihi: 25.11.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2023-a). Enflasyon hedefleri. Erişim Tarihi: 25.11.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2023-b). Merkez bankası faiz oranları. Erişim Tarihi: 12.12.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2023-c). Enflasyon raporu 2023-IV. Erişim Tarihi: 12.12.2023. www.tcmb.gov.tr
- TCMB. (2023-d). Elektronik veri dağıtım sistemi. Erişim Tarihi: 12.12.2023. <https://evds2.tcmb.gov.tr/>
- TÜİK. Haber bültenleri. Erişim Tarihi: 18.12.2023. www.tuik.gov.tr
- Yılmaz, B. E. (2011). Enflasyon hedeflemesi ve Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçiş bağlamında kamu dinamikleri baskısı. İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 32, 81-109.