

Parasal İstikrarın Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Etkinliği Sorunu

Özet

Makroekonomik politikalarla uyumlu bir fiyat istikrarının sağlanması, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde önem arzeder. Para politikasının fiyat istikrarı hedefine odaklanabilmesi, Merkez Bankası'nın bağımsız olması ve gelişmiş mali piyasaların varlığı enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı için olmazsa olmaz koşullar arasındadır. Bu rejimde para otoritesi, sadece belirlediği enflasyon hedefini gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır. Enflasyon hedeflemesinde başarılı olmak; bağımsız merkez bankası, gelişmiş finans ve sermaye piyasalarını gerektirir. Mali piyasaların kullanılan araçlara yeterli çabuklukta tepki verememesi, enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açmaktadır. Bu çalışmada başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejiminin gereklilikleri ve merkez bankasının etkinliğinin enflasyon hedeflemesindeki rolünün ne olduğu tartışılmıştır. Bu çerçevede Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın uygulayacağı enflasyon hedeflemesi rejimi ve merkez bankasının etkinliği ele alınmıştır.

Anahtar Kelimeler: Para politikası, Fiyat istikrarı, Makroekonomik istikrarsızlık, Enflasyon hedeflemesi, Mali baskınlık, Türkiye ekonomisi, Merkez Bankası.

Abstract

It is so important that providing the price stability being well-adjusted with macro economic policies in developed and developing countries. Main statements are that monetary policy have focusing on the aim of the price stability, and the central bank has been independent, and the existence of developed financial markets in the success of the regime of inflation targeting. In this regime, the goal of the monetary authority is just to carry out the inflation target. Being successful in of inflation targeting requires independent central bank, developed finance and capital markets, and flexible foreign exchange regime. All these requirements improve the efficiency of central bank on inflation targets and monetary policies. In this paper, I discussed the requirements of successful inflation targeting regime and what is the role of central bank efficiency in inflation targeting success. In this framework, I considered the regime of Turkish Republic Central Bank (CBRT) and efficiency of CBRT.

Key Words: Monetary policy, Price stability, macroeconomics instability, Inflation targeting, Fiscal dominance, Turkish economy, Central Bank.

Dr. İsmail Şiriner ¹

Dr. Timur Turgay ²

¹ Kocaeli Üniversitesi İİBF. İktisat Bölümü, siriner@kou.edu.tr

² Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Biga İİBF. Maliye Bölümü, timurturgay@hotmail.com

Giriş

Küreselleşme sürecindeki ekonomilerde makroekonomik dengeleri bozan en önemli sorunlardan biri enflasyon olmuştur. Küreselleşme sürecindeki ekonomilerde yaşanan değişim ve dönüşüm makroekonomik istikrarsızlığa yol açan enflasyonla mücadelede uygulanan ekonomi politikalarında da etkisini göstermiştir. Bu süreçte düşük ve sürdürülebilir bir enflasyon düzeyi yaratmak amacıyla, gelişmiş ülkeler 1990'lı yılların başından itibaren yeni bir parasal ekonomi politikası rejimi olan enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamışlardır. Bu çalışmada, gelişmiş ekonomilerde uygulanan ve genelde başarılı sonuçlar veren enflasyon hedeflemesi rejiminin parasal istikrar sağlama sürecinde Türkiye ekonomisinde uygulanabilirliği ve bu süreçte merkez bankasının etkinliği incelenmiştir.

Bu bağlamda, son yıllarda parasal iktisat yazınının üzerinde en çok durduğu para rejimi olan enflasyon hedeflemesi kavramı, ön koşulları, siyasal otorite ile merkez bankasının alması gereken önlemler, rejimin ekonomilerde yarattığı olumlu ve olumsuz etkileri, gelişmiş-gelişmekte olan ülke deneyimleri arasındaki farklar ele alınmaktadır. Son olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye'de uygulanabilirliği ve merkez bankasının bu parasal politikadaki etkinliği üzerine bir değerlendirme yapılmaktadır.

Enflasyon Hedeflemesi Kavramı

Fiyatlar genel seviyesindeki artış olarak tanımlanan enflasyon (Samuelson ve Nordhaus, 1992:587) sadece fiyatlar genel düzeyindeki devamlı bir artış sürecini değil, paranın değerindeki sürekli bir düşmeyi de ifade etmektedir (Orhan, 1995:1). Enflasyon hedeflemesi; devlet, merkez bankası veya her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla enflasyon oranı için belli bir zaman boyutu dâhilinde gerçekleştirilmek amacıyla resmi niceliksel bir hedefin ya da bir hedef aralığının halka ilan edilmesidir (Bernanke and Mishkin, 1997:53). Enflasyon hedeflemesi; merkez bankasının nihai hedefi 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 de tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır (Balaban ve Asil,

2001). Enflasyon hedeflemesi ile ilgili tanımlamalar genel olarak benzer tanımlar gibi görünse de detaylarda farklılıklar gösterebilmektedir. Enflasyon hedeflemesi (Mishkin, 1999; 2000):

- Enflasyona yönelik orta vadeli sayısal hedeflerin kamuya açıklanması,
- Diğer amaçlarla uyumlu olan para politikasının öncelikli ana amacının fiyat istikrarı olduğunun kurumsal olarak taahhüt edilmesi,
- Enflasyon hedeflemesi için gerekli olan esnek kur sisteminin tesis edilmesi,
- Parasal otoritenin amaçları ve kararları hakkında kamu ve piyasaların bilgilendirilmesinde para politikası stratejisi olarak artan şeffaflık,
- Enflasyon hedeflerine ulaşmak için merkez bankasının arttırılmış sorumluluğu olarak tanımlanabilir.

Para politikasını, bir ara hedef ya da hedefler seçme zorunluluğu olmadan doğrudan nihai hedefe dayandıran enflasyon hedeflemesi rejiminin, enflasyonu kontrol eden diğer yöntemlerden temel farkı para politikası araçlarının geçmiş ya da cari enflasyon yerine gelecek enflasyona dayanması ve gelecekteki enflasyon hakkında rastlantısal varsayımların yapılmamasıdır (Alparlan ve Erdönmez, 2000:3; Yönezer, 2001). Merkez bankası enflasyon hedefini gerçekleştirmek için enflasyon tahminleri yaparak enflasyon hedefinden muhtemel sapmalara karşı parasal araçları nasıl kullanacağını ve politikasını belirler (Duman, 2002:3).

Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş Sürecinin Stratejik Koşulları

Küreselleşen dünya ekonomilerinde fiyat istikrarının sağlanması, merkez bankalarının en önemli para politikası amacı haline gelmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş süreci bir takım teorik önkoşulların varlığını gerekli kılar. Bu stratejik koşullar, mutlak bir mali disiplinle beraber para politikasının fiyat istikrarı hedefine odaklanması, işlevsel bir döviz piyasasının varlığı, enflasyon düzeyinin düşük olması, merkez bankasının bağımsızlığının sağlanması, finans piyasalarının derin olması ve ülke ekonomisinin finansal gelişmesini tamamlamış olmasıdır.

Mali disiplinin sağlanmadığı ekonomilerde, kamunun borçlanma gereği merkez bankalarının temel politika araçları olan faiz hadlerini etkili bir

şekilde kullanmasını engeller. Maliye politikasının baskın olduğu durumlarda merkez bankası makro-ekonomik hedeflerin belirlenmesinde etkisiz kalıp, piyasa operasyonlarında ise kamu dinamiklerine bağımlı hale gelmektedir. Bu özelliklere göre şekillenen ekonomik ortamda ise enflasyon hedeflemesi rejiminden bahsetmek olanaksızdır (Özlale, 2002). Aynı zamanda sabit kur sistemi enflasyon hedeflemesinin önünde bir engeldir.

Enflasyon hedeflemesi rejimleri, temelde zaten düşük enflasyona sahip ekonomilerde fiyat istikrarını korumaya yönelik oluşturulmuştur. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında para ve mali politikalar arasında dolaylı bir etkileşim söz konusudur. Genelde, mali politika enflasyon hedefini destekleyici niteliktedir. Para politikası, mali politikanın enflasyon üzerindeki etkileri göz önünde bulundurularak oluşturulmak zorundadır. Merkez bankalarının hedeflerinden birisi de mali piyasalarda istikrarın sağlanmasıdır. Bu amacın enflasyon hedeflemesi ile uyumlu olması gerekmemektedir (Alparıslan ve Erdönmez, 2001:3).

Genel olarak merkez bankalarının bağımsızlığında, politik bağımsızlık ve ekonomik bağımsızlık ölçütleri göz önünde bulundurulmuştur. Bunlardan en önemlisi hiç kuşkusuz, politik bağımsızlıktır. Politik bağımsızlık, hükümetin etkisi olmaksızın merkez bankasının kendi politika amaçlarını seçebilmesi olarak tanımlanabilir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında merkez bankasının bağımsızlığı, fiyat istikrarını korurken uygulayacağı para politikası rejimini ve kullanacağı parasal araçları kendi kararları ile seçmesi ve uygulaması olarak tanımlanabilir. Bağımsız bir merkez bankası, para politikasını yürütürken politik baskılara maruz kalmamalıdır (Alparıslan ve Erdönmez, 2001:4). Dünyadaki uygulamalara bakıldığında, merkez bankalarının bağımsızlık dereceleriyle enflasyon oranı ters orantılıdır. Diğer bir deyişle, merkez bankalarının bağımsızlık dereceleri arttıkça, enflasyon oranının düştüğü görülmektedir. Bu nedenle, merkez bankasının bağımsızlığı, enflasyon hedeflemesi uygulamasında ayrı bir önem kazanmaktadır. Bu uygulamayı benimseyen ülkelerde, mali politikaların para politikalarına karşı bir üstünlüğü olmamalıdır. Tersine bir durumda, merkez bankasının hükümetin taleplerini yerine getirmeye zorlanması durumu belirecek ve bunun sonucunda ortaya çıkan enflasyonist baskılar, para politikasının etkinliğini azaltacaktır (Stefan, 1999:1258).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, para otoritesinin enflasyonu hedeflenen düzeyde tutmak amacıyla kullanacağı parasal araçların etkinliği ve uygulamanın başarılı olması gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının bulunmasına bağlıdır. Mali piyasaların kullanılan parasal araçlara yeterli çabuklukta tepki verememesi enflasyon hedeflerinden sapmaya yol açabilmektedir. Öte yandan, gelişmiş mali piyasalar, kamu finansmanının sağlanmasında da merkez bankasını önemli ölçüde rahatlatmaktadır. Gelişmiş ülkeler geliştirmekte olan ülkelere göre çok daha etkin mali piyasalara sahip olmaları nedeniyle enflasyon hedeflemesinde daha başarılı olmaktadır (Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz, 2000:23).

Enflasyon oranı hedeflemesi ya da fiyat düzeyi hedeflemesi arasında bir seçim yapmak, sonuçları açısından, farklılıklar arz edebilmektedir; enflasyon oranının tam anlamıyla kontrol edilebilmesi durumunda her iki değişkenin hedeflenmesi aynı sonucu verebilir ancak uygulamada enflasyonu tam anlamıyla kontrol edebilmek mümkün değildir. Bu nedenle, yapılan tercihe göre hedeften sapmaların düzeltilmesi hususundaki uygulamaların neden olabileceği sonuçlar farklılık taşımaktadır. Enflasyon oranlarının hedeflenmesi durumunda, hedeften sapmaların oluşması halinde geçmişteki bu sapmaların bir sonraki dönemde tekrar edilmemesi için gerekli önlemler alınarak politikaların uygulamalarına bir sonraki dönemde devam edilmelidir. Fiyat düzeyi hedeflenmesi durumunda ise hedeflenen fiyat düzeyinin aşılması durumunda uygulanan politikalara kamuoyunun güveninin devamının sağlanmasına yönelik olarak, fiyat düzeyinin hedeflenen düzeye geri çekilmesi gerekebilir. Bu ise ekonomide deflasyonist sonuçların doğabileceği anlamına gelmektedir. Bunun yanında fiyat düzeyi hedeflemesinin kısa dönemde enflasyon oranlarının daha yüksek bir oynaklık göstermesine sebep olmaktadır. Buna bağlı olarak da işsizlik oranlarında salınımlara yol açtığı ileri sürülse de yazında fiyat düzeyi hedeflemesini savunan argümanın özünde, başarıyla uygulanan bir fiyat düzeyi hedeflemesinin toplumun enflasyonist eğilimleri üzerinde, enflasyon hedeflemesine göre, daha olumlu sonuçlar yaratacaktır. Buradan hareketle uzun vadede fiyat oynaklığını en az düzeyde tutma özelliği taşıdığı ekonomilerde enflasyon hedeflemesine nazaran tercih edilmesi gerektiği görüşü bulunmaktadır (Malatyali, 1998:8)

Olumlu ve Olumsuz Yönleriyle Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Enflasyon hedeflemesi rejiminin olumlu yönleri bir ekonomide makroekonomik istikrarın sağlanmasının öncül koşullarından olan enflasyonu kontrol etmede kendini gösterir. Bu bağlamda alternatif politikalara göre daha anlaşılır bir politika olan enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikasının şeffaflığını artırılmasında önemli bir rol oynar ve para politikasının ulusal ekonomideki şoklara ağırlık vermesini sağlar.

Enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankalarının; belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaları için güvenilirliklerini ve hesap verilebilirliğini arttırmakta, para politikası araçlarını kullanmalarında ve kontrol etmelerinde bağımsız olmalarını sağlamaktadır. Bunun yanı sıra, politika tartışmalarının merkez bankasının para politikası ile gerçekleştirilebileceği hususlar üzerinde odaklanmasını ve merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine ulaşmaları için gerekli tüm bilgiyi kullanmalarını sağlamaktadır. Amaç değişkenler için hedeflerin oluşturulmasında ara hedef değişkenle nihai değişken arasındaki ilişkilerde beklenmedik değişiklikler olduğunda ortaya çıkan hız istikrarsızlığının farkına varılmasına da yardımcı olur (Altuğ, 1999:36).

Enflasyonun doğrudan hedeflendiği rejimlerde para politikasının şeffaf olması ve kamuoyuna düzenli olarak bilgilendirme yapılması esastır. Söz konusu özellikler, gelişmiş ülkelerde bu rejimin başarısı için çok önemlidir. Bu çerçevede, enflasyonu doğrudan hedefleyen merkez bankaları enflasyon ve para politikasının geçmiş ve gelecek performansını açık bir şekilde ortaya koymak amacıyla enflasyonla mücadelede ayrıntılı veriler içeren ve yayınlanan enflasyon raporu belirli dönemlerde rejimin performansını ortaya koyar (Mishkin, 2000:105).

Çok katı ve tavizsiz olarak uygulanması gereken enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamada çeşitli eleştirilere maruz kalmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi diğer para politikası rejimleriyle karşılaştırıldığında etkin olmayan bir üretim dengesine yol açmakta ve bu durum özellikle petrol fiyatları gibi ani değişikliklerde kendini göstermektedir. Kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabilen ve işsizliğin artmasına neden olabilen bu rejimin gerçekleştirilebilmesi için gerekli olan esnek

döviz kuru rejimi, özellikle gelişmekte olan ülkelere mali istikrarsızlığa sebep olabilir. Enflasyon hedeflemesi rejimi mali politikalarının para politikalarına göre üstünlük sağlamasını engelleyemez (Kaygusuz, 2004:10).

Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Deneyimlerine Genel Bir Bakış

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin gerek siyasi gerekse ekonomik kurumları, yapısal farklılıklar göstermektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamalarında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere değişik sorunlarla karşılaşmakta ve bu ülkelerdeki makroekonomik koşulların farklılığı enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması bakımından çelişkiler yaratmaktadır. Gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş süreci gerekli teknik ve kurumsal alt yapıyı kurmalarının varlığıyla sancısız olurken, gelişmekte olan ülkelere makroekonomik istikrarsızlık ve özellikle de mali baskınlık nedeniyle enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş oldukça güç koşullarda gerçekleşir.

Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya'nın bulunduğu gelişmiş ülkeler 1990'lı yılların başından itibaren, devam eden süreçte de Şili, İsrail, Brezilya ve Meksika enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya geçmişlerdir (DTM, 2003). Fiyat istikrarını nihai hedef alan para politikası bu ülkelere başarıyla uygulanmıştır. Gelişmiş ülkelere enflasyon hedeflemesi uygulamasında çok büyük zorluklarla karşılaşmamıştır. Gelişmiş ülkelere enflasyon oranı, uygulamaya geçmeden önce de yüzde 10 gibi nispeten düşük seviyelerdedir. Dolayısıyla, enflasyon oranında çok büyük düşüşler için söz verilmesi gerekmediğinden programın güvenilirliğinin sağlanması gelişmekte olan ülkelere göre daha kolay olmaktadır. Merkez bankaları bu ülkelere gelişmekte olan ülkelere göre kamu finansmanını sınırlandırmada, para politikalarını belirlemede ve uygulamada daha bağımsız davranabilmektedir. Gelişmiş ülkelere mali sistemde yapısal sorunlar bulunmamakta; ekonomide görülen sorunlar çoğunlukla geçici nitelik taşıdığından çözümleri için uygulanan politikalar, mali sistemlerinde yapısal sorun yaşayan gelişmekte olan ülkelere göre daha etkili olmaktadır (Kaygusuz, 2004:11-12).

Fiyat istikrarının amaçlandığı bir ortamda uy-

günlük enflasyon hedeflemesi rejimi gelişmiş ülkelerin enflasyon performanslarında önemli bir iyileşme yaratmıştır. Bu ülkelerin çoğu enflasyon hedeflerini belirlenen programdan daha önce gerçekleştirmeyi başarmış, enflasyon oranları hedeflenen düzeye ya da bunun da aşağısında bir seviyeye gerilemiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliğinin değerlendirilmesinde belirleyici ölçütler şunlardır (Alparslan ve Erdönmez, 2001:11, Kadıoğlu, Özdemir ve Yılmaz, 2000:22-23, Kaygusuz, 2004:12-13):

- Fiyat seviyesi yerine enflasyon hedeflemesi tercih edilmiştir.
- Enflasyon hedefinin belirlenmesinde Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kullanılmıştır.
- Enflasyon hedefleri rakamsal değerler yerine bir bant aralığını göstermektedir.
- Fiyat istikrarını hedefleyen para politikasının güvenilirliği zaman içinde artmıştır.
- Merkez bankalarının para politikası raporları daha şeffaf ve anlaşılır hale gelmiştir.
- Gelişmiş ülkelerde enflasyon hedefleri bir ya da iki yıllık bir dönem için belirlenmiştir ve hedeflenen enflasyon oranlarından sapmalar olduğu takdirde bunların nasıl telafi edileceği açık olarak belirtilmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin 1990'ların başından itibaren gelişmiş ülkelerde başarıyla uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimini uygulama amacıyla gerekli teknik ve kurumsal alt yapıyı kurmaları daha güç olmaktadır. Karmaşık bir yapıya sahip bu ülkelerin dolaylı para politikası araçlarını daha fazla kullanmaya başlamaları, uluslararası sermaye piyasalarına açılmaları ve mali sektör reformlarını gerçekleştirmelerine rağmen, para politikalarının uygulanması açısından her birinin farklı deneyimleri bulunmakta ve her ülke farklı finansal gelişme süreçlerinden geçmektedir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesi uygulamaları konusunda genel bir değerlendirme yapılması güçleşmektedir. Söz konusu ülkeler incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi konusunda öngörülen koşulları açık bir şekilde yerine getiremedikleri görülmektedir (Alparslan ve Erdönmez, 2001:15).

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında birçok sorunla karşıla-

şılmaktadır (Alparslan ve Erdönmez, 2001:16-18, Kaygusuz, 2004:14-15): Gelişmekte olan ülkelerin büyük bir kısmında var olan mali üstünlük ve zayıf mali altyapı bağımsız bir para politikasının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Bu ülkelerin çoğunda merkez bankasının araç bağımsızlığının sağlanması, vergi gelirlerini artıran ve senyöraj gelirlerine olan bağımlılığı azaltan geniş tabanlı bir kamu kesimi reformu ile bankacılık ve mali sistemin yeniden yapılandırılması gerekmektedir.

Gelişmekte olan çoğu ülkede idari ya da kontrol-lü fiyatlar fiyat indekslerinin en önemli bileşenleri olup, enflasyonun kısa dönemli yönünün belirlenmesinde etkili olmaktadır. Bu durumda iyi bir enflasyon tahmini, bu fiyatlarda görülen değişimlerin zamanı ve ne ölçüde değişim gösterdiğini göz önünde bulundurmalıdır. Gelişmekte olan ülkelerde bu durum, fiyatların büyük oranda piyasa tarafından belirlendiği gelişmiş ülkelere oranla gelişmekte olan ülkelerde para ve mali otoriteleri arasında sıkı bir işbirliğinin olmasını gerektirmektedir. Bu durumun yanı sıra gelişmekte olan çoğu ülkede, optimum enflasyon oranı hakkında bir görüş birliği bulunmamaktadır. Sonuç olarak, enflasyon hedefiyle ilgili yapılacak her tercih keyfi olarak nitelendirilebilir. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedefinin gelişmiş ülkeler için kabul edilebilecek orandan daha yüksek bir aralık için belirlenmesi gerektiği düşünülmektedir.

Gelişmekte olan çoğu ülkede enflasyon oranı hala çok yüksek seviyelerde olup, genelde açık ya da zımni olarak geriye yönelik indeksleme yapılmaktadır. Sonuç olarak enflasyonun hedeflemesi politikasını seçen merkez bankalarının güvenilirliği ve hesap verebilirliği, belirlenen enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilememesi durumunda zarar görebilmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin en önemli koşullarından birisi, enflasyon dışında başka bir hedefin belirlenmemesidir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde yabancı para cinsinden aktif ve pasiflerin oranının büyük olmasına bağlı olarak merkez bankası döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı çok dayanıklı değildir. Özellikle ulusal parası dolara indekslenmiş ülkelerde, döviz kuru şoklarına karşı ihtiyatlı düzenlemeler bulunmadığı sürece enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması mümkün görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru dışında nominal ücret ve kamu fiyatları para politi-

kası çapası olarak görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi amacıyla para aktarma mekanizmasının çok iyi anlaşılması gerekmektedir. Fakat bu tür bir mekanizma çoğu ülkede ya hiç mevcut değildir ya da istikrarsız bir şekilde işlemektedir. Bu istikrarsızlık ile birlikte, tutarlı ve doğru verilerin olmayışı nedeniyle para politikasının etkilerinin belirlenmesi ve enflasyonun tahmin edilmesi güç olmaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde parasal ortam, mali liberalizasyondan ve sermaye hareketlerinden kaynaklanan yapısal sorunlarla karşılaşmaktadır. Enflasyon hedeflemesi politikasıyla geriye dönük indeksleme anlayışından ileriye dönük indekslemeye geçilmesi ve piyasa yapısındaki değişiklikler nedeniyle, aslında en temelde bu politikanın kendisinin yapısal bir sorun oluşturduğu düşünülmektedir.

Merkez Bankası - Siyasi Otorite Uyumunun Gerekliliği ve Etkinlik Sorunu

Enflasyon hedeflemesi için gerekli koşulların sağlanmış olması tek başına yeterli değildir. Bu nedenle uygulama aşamasına geçmeden önce, merkez bankasının ve siyasi otoritenin alması ve uygulaması gereken birtakım önlemler bulunmaktadır. Alınması gereken bu önlemler, uygulamalarda merkez bankası ve siyasi otoritenin uyum içinde olması oldukça önemlidir. Bu süreçte şeffaflık, hesap verilebilirlik, güvenilirlik; enflasyon hedeflemesi politikasının uygulanması için gerekli esnekliğin, etkin işleyen mali piyasaların ve ileriye yönelik bir yaklaşımın varlığı ayrıca uygulamanın kamuoyu tarafından bilgi edinilebilirliğinin ve anlaşılabilirliğinin sağlanması, bahis konusu rejimin başarılı temeller üzerine oturtulabilmesi için gerekli önlemler arasındadır.

Enflasyon hedeflemesini ana amaç olarak belirlemiş ve uygulamakta olan merkez bankalarının, gerçekleştirilecek uygulama ve politikaları kamu ile paylaşmak üzere çeşitli dönemlerde raporlar ve yayınlar hazırlaması ve bunların anlaşılır olması gereklidir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesini sürdüren merkez bankasının enflasyon raporları, bankanın politika taahhütleri hakkında kamu ile iletişiminin pratikteki iyi birer örneğini oluşturur ki bu tür yayınlar merkez bankasının etkinliğinde son derece önemlidir (Woodford, 2004:17-20). Bu tür süreli yayınlar ile kamuya peşinen açıklanmış

olan merkez bankası taahhütleri, merkez bankasının özelde enflasyon hedefine ulaşmada genelde ise etkinliğini arttırmada önemli avantajlar sağlar.

Teoride ve uygulamada merkez bankasının şeffaflığı ve sorumluluğu birbiri ile örtüşmüş kavramlar olarak görülmektedir (Öğretmen, 2004:9). Merkez bankası hangi işlemi hangi nedenle yapacağı konusunda net olmalıdır. Merkez bankasının daha etkin politika yapmasında para politikası üzerindeki belirsizliği minimize etmek için elindekinin en iyisini yapması gerekmektedir. Şeffaflık; ilgili bilgi temelinde bir merkez bankasının etkinliğinin dışsal değerlendirilebilmesi açısından önemlidir. Sonuçta şeffaflık, merkez bankasının içsel analiz ve karar alma süreçlerinin gelişimini de etkileme gücüne sahiptir (Heikensten, 2003:3-4).

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, merkez bankası, ya tek başına ya da siyasi otorite ile birlikte sorumluluk üstlenmektedir. Genel olarak, siyasi otorite ile merkez bankası arasında bir protokol yapılmakta ve bu protokol ile merkez bankasının enflasyon hedeflemesi uygulamasındaki görev, yetki ve sorumluluk alanları açıkça belirlenmekte ve siyasi otoritenin kamu finansmanını nasıl yapacağı açıklığa kavuşturulmaktadır (Kaygusuz, 2004:6). Uygulamada ara hedef olarak para arzını hedefleyen merkez bankaları yalnızca bu hedeften sorumlu olmaktadır. Uygulanan politikalar bağlamında, toplum kesimlerinin ve genel olarak toplumun bu politikalara duyduğu güvenin çok büyük önemi bulunmaktadır.

Merkez bankasının hesap verebilirlik ve şeffaflık özellikleri aynı zamanda merkez bankasının ve para politikasının güvenilirliğinin artmasını sağlamaktadır. İktisadi ortamda enflasyona ilişkin beklentilerin yönetilmesinde, merkez bankasının karar alma süreçlerindeki şeffaflığı önemli ölçüde arzulanır. Bu bakış açısı son on yıldır daha geniş ölçüde kabul görmektedir (Blinder vd., 2001). Uygulamada enflasyon hedeflemesi rejimine ilişkin güvenilirliğinin sağlanmasının kolay olmadığı ve temelde bir geçiş sürecine ihtiyaç duyulduğu görülmektedir. Uygulamaların kamuoyuna açıklandığı anda güvenilirlik sağlanması olanaklı değildir. Gerçek anlamda güvenilirliğin tesisi ancak fiyat istikrarına yönelik olumlu bir ilerlemenin kaydedilmesi ve gerekli kurumsal düzenlemelerin yapılması ile para politikasının güvenilirliğinin oluşması ve artırılması mümkün olabilir.

Makroekonomik istikrarsızlığın etkilerini azaltmak amacıyla merkez bankası, enflasyon hedeflerini ve politikalarını ileriye dönük olarak belirlemektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasını benimseyen ülkeler, enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesini ve fiyat istikrarının sağlanması için belli bir zaman sürecini hedeflemişlerdir. Belirsizliğin istikrarı bozucu en önemli unsur olması nedeniyle ileriye yönelik bekleyişlerde belirsizliği belirli hale getirmek, merkez bankasının temel stratejilerinden birini oluşturmaktadır. Enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi, siyasi otoritenin bu politikaları uygulamaya başlaması için gereken stratejik koşulların varolmasına ve bu konudaki nihai hedeflere ulaşılması sürecinde gereken para politikasının uygulayıcısı konumundaki merkez bankasının gerekli yetkilere ve piyasaları yönlendirebilme gücüne sahip olmasına bağlıdır.

Ayrıca, merkez bankasının etkinliğinde önemli olan ilk adım, merkez bankasının görevlerinin neler olduğunun saptanmasıdır (Green, 2003). İyi tanımlanmamış amaçlar ve görevler merkez bankasının etkinliği için önemli olan sorumluluğu (credibility) bankaya yüklemeyi pek mümkün kılmaz (Blix, Daltung ve Heikensten, 2003: 8). Merkez bankasının etkinliği çerçevesinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke deneyimleri de dikkate alındığında operasyonel araçların seçiminde dikkatli davranılması, fiyat istikrarının tek ve açık bir amaç olması, tüketici fiyat indeksinin enflasyon hedefi olarak kullanılması, hedeflemede nokta tahmini yerine bant tahmininin alınması, güvenilirliğinin uzun vadede gerçekleşecek olmasının dikkate alınması, enflasyon hedeflerinin daha açık, daha şeffaf olması, enflasyon hedeflerinin hükümetin diğer makro ekonomik politikaları ile tutarlı olması ve uygulamalarda esneklik kazandırılması altı çizilmesi gereken çıkarımlar olarak sıralanabilir (Saxton, 1997:3-6; Kadioğlu, vd., 2000:21-22).

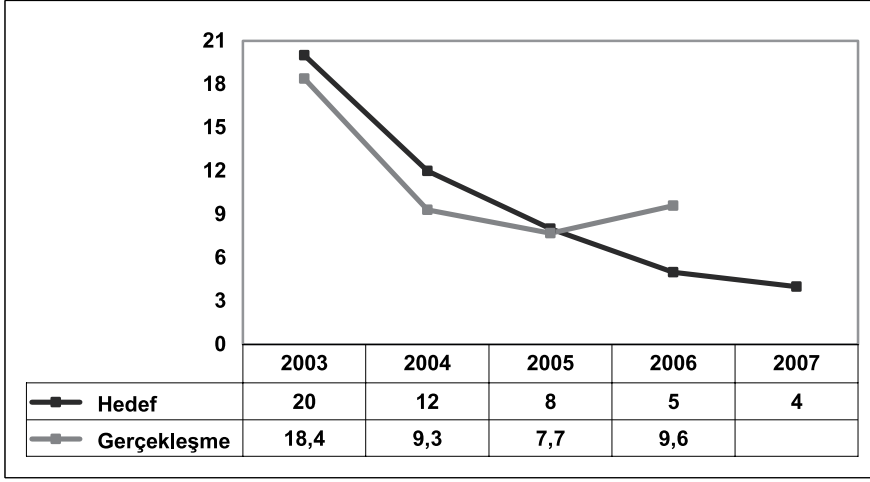
Rogloff (1985), Lohman (1992) ve Neumann'ın (1991) yaptığı çalışmalarda ilk kez teorik yapısını ortaya koyduğu gibi merkez bankalarının bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki ters yönlü ilişki, daha çok kamu açıklarının merkez bankası aracılığı ile finanse edilmesi olgusundan kaynaklanmaktadır (Eijffinger, vd., 1998:1-2). Siyasi otoritenin bu konudaki baskısı, merkez bankasının bağımsızlığı önünde önemli bir engeldir. Bu yüzden merkez bankasının bağımsızlığı, genelde para politikasında özelde ise enflasyon hedeflemesinde merkez

bankasının etkinliğini arttırmaktadır (Alesina and Gatti, 1995).

Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanmasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Etkinliği Sorunu

Merkez bankalarına atfedilen temel görev, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Para politikalarının pratiğe aktarımında temel bazı sorunlar yaşanmaktadır. Bu sorunların başında da sanayileşmiş, mali disiplini sağlamış ve derin finansal piyasalara sahip ekonomilerde olumlu sonuçlar veren politikaların, fazla revize edilmeden olumlu karakteristiklerin hiçbirini sağlayamamış ekonomilere de uygulanmak istenmesi yatmaktadır. Makroekonomik problemlerin yaşandığı ekonomilerde ve gelişmiş ülke ekonomilerinde başarılı sonuçlar veren politikaların uygulanabilmesi, bu politikalarının varolan problemleri baz alarak yeniden düzenlenmesine ve sonrasında uygulamaya geçilmesine bağlıdır.

Merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayabilmesinin koşullarından olan bağımsızlık yasalarla sağlanmaktadır. TCMB, Nisan 2001'de kabul edilen 1211 sayılı TCMB Yasası ile enflasyon hedeflemesinin ön şartlarındaki diğer eksikliklere karşın bağımsızlık ön şartına tam anlamıyla sahip olmuştur. Yasa merkez bankasına fiyat istikrarını sağlamada gerekli araçların seçimi ve uygulanmasında tam anlamıyla özgürlük ve bağımsızlık sağlamaktadır (Kara, 2006:6).

Grafik 1: Enflasyon Oranı (TÜFE- Gerçekleşme ve Hedef)

Grafik 1 incelendiğinde TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimine tam olarak geçişi ile birlikte kısa sürede hedefin üzerinde bir fiyatlar genel düzeyi ile karşılaştığı görülmektedir. Merkez Bankası 2006 yılında yaşanan uluslararası finansal çözülmeye nedeniyle ortaya çıkan dalgalanma ve faizleri yükseltmek zorunda kalması yüzünden hedefe ulaşamamıştır. 2006 yılı enflasyon oranı (yüzde

9.6) yüzde 5 hedefinin belirgin düzeyde üzerinde seyretmesine rağmen orta vadede enflasyon hedefi yüzde 4 olarak açıklanmaya devam etmektedir (Grafik 1). Bu durum, TCMB'nin açıkladığı hedef doğrultusunda daraltıcı para politikaları uygulamaya devam etmek istediğini ortaya koymakta, böylelikle TCMB kendi güvenilirliğini de tartışmaya açmaktadır.

Tablo 1: Mali Baskınlık Göstergeleri (%)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Toplam Borç Stoku / GSMH	107,30	93,38	83,24	77,34	71,64	63,32
İç Borç Stoku / GSMH	71,09	56,28	56,44	54,52	52,95	46,42
Dış Borç Stoku / GSMH	36,21	37,09	26,80	22,82	18,69	16,90
İç Borç Stoku / M2Y	117,39	112,28	129,69	121,09	106,62	87,78
İç Borç Stoku / M2	260,00	244,93	240,30	205,21	159,79	135,87
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği / GSMH	16,4	12,7	9,3	4,7	-0,4	-3
Dış Ticaret Açığı / GSMH	49,9	48,4	48,8	53,7	52,8	56
İhracat / İthalat	75,7	69,9	68,1	64,8	62,9	61,8
DİBS Bileşik Faiz Oranı	99,7	63,7	45,0	25,7	16,9	18,2

Kaynak: DPT, TCMB ve Hazine Müsteşarlığı web sayfalarından derlenmiştir.

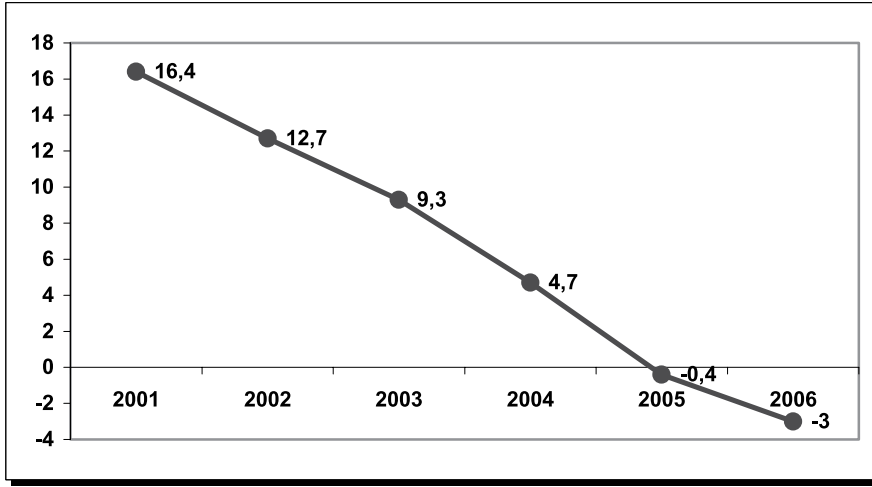
2001'de yürürlüğe giren bu yasaya karşın kamu borç stokundaki büyüme [GSMH'ye oranı azalmasına karşın, (Tablo 1) 2001 yılında 159.575 milyon YTL iken 2007 Mart ayı sonu itibariyle 262.581 milyon YTL'ye ulaşmıştır] borcun vade ve YTL - döviz kompozisyonu açısından kurlardaki bir artış durumunda, merkez bankasının fiyat istikrarı dolayısıyla da enflasyon hedeflemesi uygulamasını engelleyebilecek bir potansiyeli hala taşımaktadır. Küresel koşullardaki uygunluğun ortadan kalkması durumunda (faiz oranlarını 2006 yılında yükseltmek zorunda kalması gibi) tersine

bir eğilime karşın enflasyon hedefine ulaşmada ne kadar başarılı olabileceği belirsizliğini korumaktadır (Özçam, 2004:8).

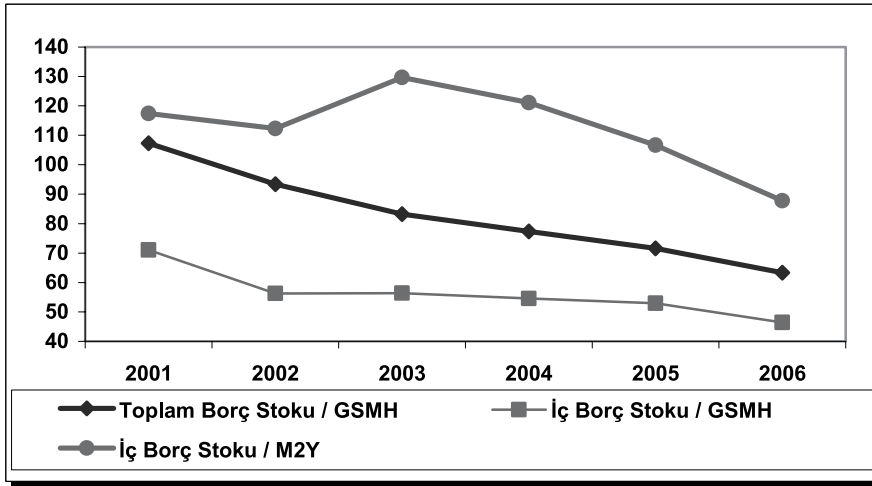
Enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının etkinliğini belirleyen en önemli unsurlardan biri de merkez bankasının güvenilirliği ile yakından ilgili olan mali baskınlıktır. Mali baskınlığın artması monetizasyon tehlikesini ortaya çıkarmakta bu da para politikasının fiyat istikrarını sağlamada en önemli unsur olan merkez bankasının bağımsızlığını anlamsızlaştırmaktadır (Orhan ve Erdoğan,

2007:292-3). Bu çerçevede enflasyon hedeflemesinde TCMB'nin etkinliğini etkileyen mali baskınlığa ilişkin göstergeler¹ Tablo 1'de ve Grafik2-3'de yer almaktadır.

Grafik 2: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği / GSMH (%)



Grafik 3: Mali Baskınlık Göstergeleri (%)



Sıkı para politikası çerçevesinde yürütülen yüksek faiz-düşük kur-enflasyon hedeflemesi (fiyat istikrarı) genel uygulaması 2006 Mayıs-Haziran aylarında yaşanan uluslararası konjonktürdeki finansal çözülmeden etkilenmiş ve TCMB kaçınılmaz olarak geç de olsa duruma müdahale etmiştir. Buna karşın sadece fiyat istikrarına kendini odakladığını açıklayan TCMB, 2006 yılı ortasında görülen finansal çözülmede olduğu gibi yaptığı müdahaleler etkisiz kalınca çok daha daraltıcı bir para politikası uygulamasına giderek faiz oranlarını %13.5'lerden %17.5'lere kadar çekmek zorunda

kalmıştır. 2006'da olduğu gibi 2007 yılında da reel faizleri yüksek tutarak nasıl bir fiyat istikrarı gerçekleştirileceği konusu "belirsizliğini" korumaktadır (Ekzen, 2006:10-11)

Göreceli fiyat istikrarı ortamında enflasyonda sağlanan düşüşe karşı reel faizlerde yeterince düşüş sağlanamaması özellikle kısa vadeli yabancı sermaye girişini artırarak ters para ikamesi sürecini hızlandırabilmektedir. Böylece ekonomide artan döviz miktarı kurlar üzerinde baskı oluşturarak YTL'yi aşırı değerlendirmekte ve sonuçta dış tica-

¹ Kısa vadeli ve yüksek reel faizlerle borçlanmanın Türkiye gibi yüksek borç stokuna sahip ekonomilerde borçların çevrilebilirliği ve monetizasyon konusunda yaratabileceği artan tedirginlikten dolayı borçlanma senetlerinin vade ve faiz yapısı da önemlidir (Orhan ve Erdoğan, 2007:292)

ret açığı hızla artmaktadır (Karahan, 2005:42-43). İhracatın ithalatı karşılama oranı giderek azalmış, bu da dış ticaret açığını önemli ölçüde arttırmaktadır. Öte yandan ihracatın alt kalemleri incelendiğinde imalat sanayi ihracatının önemli ölçüde (2005 yılı için %72) ara malı ithaline bağlı olduğu görülmektedir. Dış ticaret açığının GSMH'ya oranı 2000 sonrasında itibaren artmaya başlamış ve 2004'de %53.7, 2005'de %52.8 ve 2006 yılında ise %56'ya ulaşmıştır.

Öte yandan döviz kurlarının düşüklüğü enflasyon hedeflemesine katkı sağlayarak, 2002-2005 arasında uygulanan örtülü enflasyon hedeflemesi de dahil olmak üzere, merkez bankasının hedeflediği fiyat istikrarına, özellikle imalat sanayinin ithal girdi kullanımına bağımlılığı dikkate alındığında, girdi maliyetlerinin artmasını engelleyerek maliyet enflasyonunu aşağıya çektiği söylenebilir. Enflasyon hedeflemesi açısından merkez bankasının etkinliğini artıran bu durum, (yüksek reel faiz → sermaye girişi → düşük döviz kuru → ucuz ithalat → sabit maliyet) dış ticaret açığının artması ile tersine bir etki oluşturarak merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamada tam tersi bir durum yaratabilir (Karahan, 2005:43).

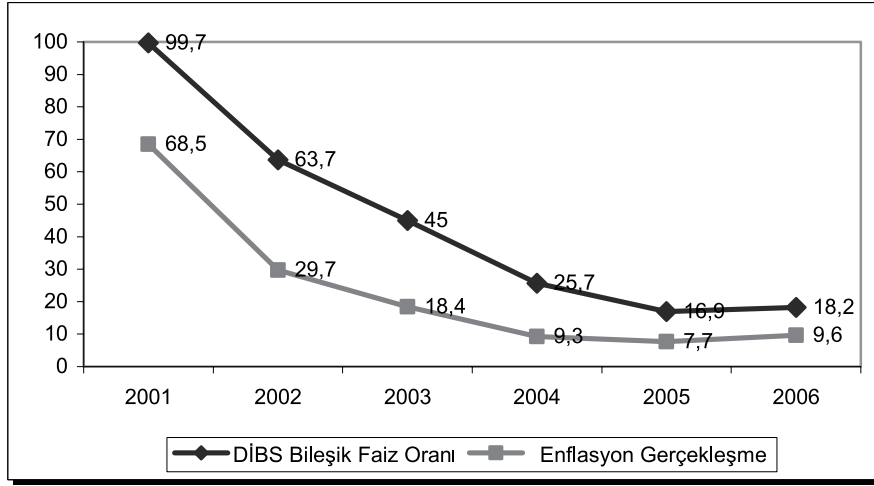
TCMB'nin bankalararası gecelik (kısa vadeli) faiz oranları ve Hazinesin DİBS faiz oranları dönem boyunca başbakanın dahi "yakınacağı" şekilde enflasyonun çok üzerinde seyretmiştir (Grafik 4). Merkez Bankası bu dört yıllık dönemde, döviz ihaleleri ve doğrudan döviz alımları ile 40,5 milyar dolarlık alım yapmış ve kur seviyesini hiç bir şekilde etkilemeyen bu alımlar sonucu piyasalara verdiği likidite parasal genişlemenin ana kaynağını oluşturmuştur. Bu likiditeyi kısmen daraltmak için APİ yoluyla düzenli alımlar yapmış ve piyasaya yüksek gecelik faiz ödemiştir. Merkez Bankasının 2006 sonunda ulaştığı 61 milyar dolarlık rezervin ana kaynağı bu yüksek maliyetli alımlardan kaynaklanmıştır². Yüksek faize süreklilik kazandıran

bu Merkez Bankası politikası, 2006 Mayıs - Haziran aylarında yaşanan finansal çözülme sonucu kurların hızla yukarı doğru hareketlenmesine, faiz oranlarını yeniden yukarı çekmek suretiyle cevap vermiş ve iktidarın merkez bankasının bu politika kararına hiç bir itirazı olmamıştır. Kurlardaki hareketlenme doğrudan fiyatlar üzerine yansyarak, üç yıllık olarak açıklanan enflasyon hedeflemesi programının daha başlangıç yılında hedefinden nerdeyse yüzde yüz oranında saparak %5 yerine %9.6'ya ulaşmıştır (Ekzen, 2006:11-12).

Yüksek düzeydeki kamu borçlarının, merkez bankasınca belirlenen kısa vadeli faizler ve piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi bozarak parasal aktarım mekanizmasının dolayısıyla da para politikasının hedeflenen sonuçlara ulaşmasını engellemesi anlamında mali baskınlık aynı zamanda özel sektöre gidecek kaynakların da önemli ölçüde azalmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla mali baskınlığın düşürülmesi enflasyon hedeflemesinin başarısı için oldukça önemlidir (TCMB, 2006:9). Mali baskınlık göstergelerine bakıldığında (Tablo 1 ve Grafik 2-3) 2002 yılından itibaren hemen hepsinde olumlu gelişmeler olduğu göze çarpmaktadır. Ancak burada akla gelen soru; bu olumlu gelişmeye karşın merkez bankası enflasyon hedefinin +2 ve -2 bant aralığına rağmen beklenenin yüzde yüz üzerinde gerçekleşmesinin nedenlerinin neler olabileceğidir. Öte yandan bir başka açıklığa kavuşturulması gereken nokta da reel faizlerin hala çok yüksek düzeyde devam ediyor olması nedeniyle sıcak para akımlarının kaçışı karşısında gelecekte merkez bankasınca uygulanacak sıkı para politikalarının fiyat istikrarını sağlamada ve enflasyon hedeflerine ulaşmada ne kadar yeterli ve etkin olabileceğidir.

2 Elde tutulan rezervin maliyeti bulunmaktadır. Yaklaşık olarak 2005 ve 2006 döneminde artan 25 milyar dolar için ödenen maliyet ise 3.7 milyar dolardır. Hele de dünya piyasalarında faizlerin %3-5'ler civarında olduğu varsayılırsa TCMB'nin ödediği faiz yaklaşık %15'e denk düşmektedir. Bu maliyet şöyle ele açıklanmaktadır. "Merkez Bankası banknot basar bastığı parayla döviz satın alır. Bastığı para para piyasaya çıkınca piyasada para bollaşır. Enflasyon artar ve bunu önlemek için merkez bankası kendi bastığı ve piyasaya çıkardığı parayı gecelik

%17.5'lik faiz oranıyla toplar. Kısaca kendi satın aldığı döviz nedeniyle faiz ödemek zorunda kalır..." Güngör Uras, "Döviz Rezervinin Faiz Yüğü Var". Milliyet, 15 Mart 2006.

Grafik 4: Faiz ve Enflasyon Oranları (%)

Sonuç

Para politikasının belirli bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması enflasyon hedeflemesi rejimi olarak tanımlanabilir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısında merkez bankası ve siyasi otorite arasındaki politika uyumu önemlidir. Merkez bankasının sahip olduğu politika araçlarını kullanmak suretiyle, önceden belirlenen ve halka ilan edilen enflasyon hedefine ulaşmasındaki başarısı güvenilirliğine ve siyasi otoriteden kaynaklanabilecek hedefle çelişkili politikalardan etkilenmeden yürütebilmesine bağlıdır. Merkez bankasının para politikasını belirlemede ve uygulamada tam bağımsızlığa sahip olması enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasındaki stratejik koşullardan biridir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin halka ilan edilmesi, para politikası uygulamasında fiyat istikrarının birincil amaç olması, enflasyon hedeflemesinin uygulanacağı ülkenin ekonomisinde gelişmiş mali piyasalar bulunması ve merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimini uygulama sürecinde şeffaf ve bağımsız bir kimliğe kavuşturulması ve son olarak hesap verebilirliğinin artırılması da önemlidir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanabilmesi için öncelikle merkez bankasının fonksiyonel bağımsızlığının varolması ve bu fonksiyonel bağımsızlığın üzerinde de mali baskınlığının olmaması gerekir. Ayrıca ülkenin mali sistemi

güçlü olmalı ve kırılğan bir yapıya sahip olmaktan uzak tutulmalıdır. Diğer bir önkoşul da, merkez bankasının, özellikle nominal döviz kurları gibi başka bir nominal değişkene yönelik hiçbir kesin taahhüdün olmaması gerekmektedir. Türkiye’de merkez bankasının durumu gözden geçirildiğinde, bu son koşula ters düşen her hangi bir taahhüdü bulunmamaktadır. Ancak, aynı görüşü merkez bankası bağımsızlığının fonksiyonelliği hakkında söylemek mümkün görülmemektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş sürecinde stratejik koşulların sağlanmış olması tek başına yeterli değildir. Merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimini uygularken topluma karşı şeffaf olması ve hesap verebilmesi, toplumun güvenini sağlaması, kısa dönem makroekonomik gelişmeler karşısında enflasyon hedeflerinin sağlayıcı dengeleyici tepkiler verebilmesi yani esnek olması, ileriye yönelik bir yaklaşımın belirlenmesi, enflasyon hedefinin ve ölçüm şeklinin tanımlanması, enflasyonun tahmininde en uygun model ve yöntemlerin seçilmesi, uygulamanın kamuoyunca anlaşılmasının sağlanması ve gelişmiş mali piyasaların bulunması gibi hususlar son derece önemlidir. Öte yandan hükümet ile merkez bankası arasındaki uyum çerçevesinde maliye politikalarının fiyat istikrarına yönelik olarak enflasyondaki düşüşü desteklemesi gerekmektedir. Bu bağlamda kamu borç stokundaki artışın düşürülmesi ve enflasyondaki katılıkların yumuşatılıp ortadan kaldırılabilmesi için ekonomideki rekabetçi yapının güçlendirilmesi gerekmektedir.

Gelişmiş ülkelerdeki mevcut olan teknik ve kurumsal altyapı bu rejimin uygulanmasına olanak verirken, gelişmekte olan ülkelerin gerekli teknik ve kurumsal alt yapıyı kurmaları daha güç olmaktadır. Karmaşık bir yapıya sahip bu ülkelerin için enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması konusunda genel bir değerlendirme yapılması güçleşmektedir. Söz konusu ülkelerde enflasyon hedeflemesi konusunda öngörülen koşulları açık bir şekilde yerine getiremedikleri görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi özellikle ekonomik büyüme sürecinin dışarıdan gelecek olan kaynağa bağımlı olduğu ekonomilerde aktif para politikası uygulayamama gibi bir sıkıntıya çözüm olarak ortaya konmaktadır. Ancak bu alternatifsizlik reel ekonomik şartları ve buna uygun parasal politikalar izlemeyi göz ardı etmeyi de gerektirebilmektedir. Çünkü enflasyon hedefini ilan etmiş olmak daraltıcı politika uygulamayı kaçınılmaz kılmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın bağımsızlığını sağlayan 1411 sayılı yasada 2001 Nisan ayında yapılan düzenlemenin ardından TCMB örtülü enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Bunun en önemli nedeni merkez bankasının bağımsızlığını sağlayan yasal mevzuat dışında diğer ön koşulların tam olarak yerine tam olarak getirilemeyeşidir. Özellikle maliye politikalarının parasal istikrar açısından enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinde engel oluşturmaması için hedeflenen reformların tamamlanması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle mali baskınlık sorununun çözülemediği ve esnek döviz kuru sisteminin yerleşmediği bir durumda bu yaklaşım kaçınılmazdı. Öte yandan, uzun yıllardır yaşanmakta olan yüksek ve kronikleşmiş enflasyon beklentilerini kırmadan doğrudan hedeflemeye geçmek başarı olasılığını azaltmaktaydı.

Süreç içinde, kamunun borçlanma gereksinimi başta olmak üzere iç borçların gerek GSMH gerekse M2Y ve M2 para arzları çerisindeki payları önemli ölçüde azalarak mali baskınlığın enflasyon hedeflemesi açısından sorun olma olasılığı azalmıştır. Ancak iç ve dış borç stoku 358 milyar YTL'ye ulaşarak miktar olarak artmaya devam etmektedir. Düşük döviz kuru → yüksek reel faiz → uluslararası sermaye girişleri ile oluşan döviz bolluğu sonucunda, YTL döviz karşısında değerlendirilen ithalatın ucuzluğu maliyet açısından enflasyon hedeflemesini olumlu yönde etkilemiştir.

Buna karşın, cari açığın hem miktar olarak hem de GSMH içindeki payının ciddi bir biçimde yükselmeye devam etmesi enflasyon hedeflemesinin başarısını tehdit etmektedir.

2006 yılı itibariyle enflasyon hedefi olarak belirlenen %5, +2 ve -2 bant genişliğine rağmen, yüzde yüz aşılmıştır. Bu çerçevede gelecek dönem açısından beklentiler de hedefin üzerine çıkmıştır. Öte yandan küresel ölçekte yaşanacak bir sermaye daralması sonucunda uluslararası sermayenin tersi bir eğilimle çıkışı durumunda, 2006 yılında olduğu gibi, TCMB tarafından reel faizlerin daha da yükseltilmesi gündeme gelebilecek, bu da fiyatların belirlenen hedefin üzerine çıkmasına yol açarak enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısızlığıyla sonuçlanabilecektir.

Kaynakça

- Alesina, Alberto., and Gatti, Roberta., (1995). "Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?", *American Economic Review*, American Economic Association, Vol.85(2):196-200.
- Alparslan, Melike ve Erdönmez, Pelin Ataman. (2001). "Enflasyon Hedeflemesi", *Türkiye Bankalar Birliği*, www.tbb.org.tr.
- Altuğ, Nuray. (1999). *Para Politikalarında Ara Hedef Yaklaşımı ve Enflasyon Hedeflemesi*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınları, İstanbul.
- Balaban, Aslıhan ve Asil, Serkan. (2001). "Enflasyon Hedeflemesi", *Kurumsal Finansman ve Araştırma Bölümü*, Pamuk Yatırım, http://www.borsa.net/makale_goster.asp?Article=A_251201001.
- Bernanke, B. and Mishkin, F. (1997). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, V(11):97-116.
- Blinder, Alan., Goodhart, Charles., Hildebrand, Philipp., Lipton, David., and Wyplosz, Charles., (2001). *Geneva Report on the World Economy 3*, London: CEPR.
- Blix, Martén., Daltung, Sonja., and Heikensten, Lars. (2003). "On the Central Bank Efficiency", **Workshop, Sveriges Riksbank**, May 23-24. http://www.riksbank.se/upload/7692/Monpoleval_21may.pdf
- Cukierman, Alex., Webb, Steven B., and Neyapti, Bilin. (1992). "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *World Bank Economic Review*, Oxford University Press, Vol.6(3):353-98.
- Duman, Anıl. (2002). "Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries", *The Central Bank Of Republic of Turkey, Research Department Working Paper No:7*. <http://www.tcmb.gov.tr/research/work/wp12.pdf>
- Eijffinger, Sylvester., Schaling, Eric and Hoeberichts, Marco. (1998). "Central Bank Independence: A Sensitivity Analysis",

European Journal of Political Economy, Elsevier, Vol. 14(1):73-88.

Ekzen, Nazif (2006). "AKP İktisat Politikaları: 2002-2006", BSB İktisat Çalışmaları, Kasım. http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Uye/EkzenNov06.pdf, 12.05.2007

Green, Edward. (2003). "What Tasks Should Central Banks Be Asked to Perform?" **Workshop, Sveriges Riksbank**, May 23-24. http://www.risbank.se/upload/7692/green_final.pdf

Heikensten, Lars. (2003). "How to Promote and Measure Central Bank Efficiency", **Workshop, Sveriges Riksbank**, May 23-24. <http://www.riksbank.se/upload/7836/030523e.pdf>

Kadioğlu, Ferya., Özdemir, Nilüfer ve Yılmaz Gökhan. (2000). "Inflation Targeting In Developing Countries", The Central Bank Of Republic of Turkey, Research Department, Fourth METU International Conference in Economics, 13-16 Sept., 3-52

Kara, A. Hakan (2006). "Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting", Research and Monetary Policy Department Working Papers, No:06/03. September. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0603.pdf>

Karasoy, A., Saygılı, M., Yalçın, C. (1998). "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri", www.ceterisparibus.net

Kaygusuz, Murat. (2003). "Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki", www.ceterisparibus.net

Kaygusuz, Murat. (2004). "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m_kaykusuz2.doc

Lohmann, Susanne., (1992). "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility", *American Economic Review*, Vol.82(1): 273-86.

Malatyali, N.Kamuran. (1998). Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği, DPT Yıllık Programlar Ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları, Ankara.

Mishkin, Frederic S. (1999). "International Experiences with Different Monetary Regimes" *Journal of Monetary Policy*, Vol. (43): 579-605.

Mishkin, Frederic S. (2000). "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries," *American Economic Review*, Vol. (90): 105-108.

Orhan, Osman Z. (1995). Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları, Filiz Kitabevi, İstanbul.

Orhan, Z.Osman, Erdoğan, Seyfettin. (2007). Para Politikası, Yazıt Dağıtım, Ankara.

Öğretmen, Eren. (2004). "Enflasyon Hedeflemesi (Uygulama Özellikleri)" TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesi2.pdf>

Özçam, Mustafa (2004). "Enflasyon Hedeflemesi", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, SPK. Ağustos. http://www.spk.gov.tr/yayinlar/ArastirmaRaporlari/2004_MustafaOzcam_2.pdf, 19.07.2007.

Özlale. (2002). "Enflasyon Hedeflemesi ve Kamu Dinamikleri", İktisat Toplum, www.ceterisparibus.net

Samuelson, P.A. ve Nordhaus, W D. (1992). *Economics*, McGraw-Hill Int. Editions.

Saxton, Jim. (1997). "Lessons from Inflation Targeting Experience", A Joint Economic Committee Report, US Congress, February. <http://www.house.gov/jec/fed/fed/lessons.pdf>

Stefan, Gerlach. (1999). "Who Targets Inflation Explicitly?", *European Economic Review*, Vol(43): 1251-1264.

Şıklar, İlyas. (2003). "Enflasyon Hedeflemesi mi? Zar Atmak mı?", www.ceterisparibus.net

T.C.Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı (2002), "Enflasyon Hedeflemesi", www.dtm.gov.tr

TCMB (2004). "2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi Hakkında Basın Duyurusu", Basın Bülteni, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/para_programlari.htm

TCMB (2006). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, TCMB Yayınları, Ankara.

Uras, Güngör (2006). "Döviz Rezervinin Faiz Yükü Var". *Milliyet*, 15 Mart.

Woodford, Michael. (2004). "Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol (86), No:4, July/August, 15-42.

Yılmaz, Kamil. (2003). "Enflasyonun Ekonomi Politik Analizi, Denetlenemeyen Siyasi Elitler, *Görüş Dergisi*, 2003/Mart:62-69.