

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİ AŞMAK

MEVLÜT TATLIYER



ENFLASYON HEDEFLEMESİNİ AŞMAK

MEVLÜT TATLIYER

COPYRIGHT © 2016

Bu yayının tüm hakları SETA Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı'na aittir. SETA'nın izni olmaksızın yayının tümünün veya bir kısmının elektronik veya mekanik (fotokopi, kayıt ve bilgi depolama, vd.) yollarla basımı, yayını, çoğaltılması veya dağıtımını yapılamaz. Kaynak göstermek suretiyle alıntı yapılabilir.

Uygulama: Hasan Suat Olgun
Baskı: Turkuvaz Haberleşme ve Yayıncılık A.Ş., İstanbul

SETA | SİYASET, EKONOMİ VE TOPLUM ARAŞTIRMALARI VAKFI

Nenehatun Cd. No: 66 GOP Çankaya 06700 Ankara TÜRKİYE
Tel: +90 312 551 21 00 | Faks: +90 312 551 21 90
www.setav.org | info@setav.org | @setavakfi

SETA | İstanbul

Defterdar Mh. Savaklar Cd. Ayvansaray Kavşağı No: 41-43
Eyüp İstanbul TÜRKİYE
Tel: +90 212 395 11 00 | Faks: +90 212 395 11 11

SETA | Washington D.C.

1025 Connecticut Avenue, N.W., Suite 1106
Washington D.C., 20036 USA
Tel: 202-223-9885 | Faks: 202-223-6099
www.setadc.org | info@setadc.org | @setadc

SETA | Kahire

21 Fahmi Street Bab al Luq Abdeen Flat No: 19 Cairo EGYPT
Tel: 00202 279 56866 | 00202 279 56985 | @setakahire

İÇİNDEKİLER

ÖZET	7
GİRİŞ	8
ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN NİTELİĞİ	9
TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ	11
SONUÇ VE POLİTİKA ÖNERİLERİ	18

YAZAR HAKKINDA

Mevlüt TATLIYER

2007 yılında İTÜ İşletme Mühendisliği Bölümü'nden mezun oldu. Yüksek lisansını İstanbul Bilgi Üniversitesi Finansal Ekonomi Bölümü'nde (2010), doktora çalışmasını ise İstanbul Üniversitesi İktisat Bölümü'nde tamamladı (2014). Halen İstanbul Medipol Üniversitesi Ekonomi ve Finans Bölümü'nde öğretim üyesi olarak görev yapan Tatliyer'in çalışma ve ilgi alanları arasında makro iktisat, uluslararası iktisat ve davranışsal iktisat bulunmaktadır. Tatliyer'in Nobel Akademi Yayıncılıktan Kasım 2015'te çıkan *İktisadi Düşüncenin Evrimi ve İktisat Politikası* isimli bir de kitabı bulunmaktadır.

ÖZET

Günümüz dünyasında ülke ekonomilerinin ekseninde finansal sistem bulunurken, uygulanan para politikası da finansal sistem üzerinde derin bir etkiye sahiptir. Bu açıdan güvenilir bir ekonominin ön koşullarından birisi de sağlıklı bir şekilde işleyen finansal sistemdir. Bu analizin amacı Türkiye'nin 2000'li yıllarda uyguladığı para politikasını bu perspektiften eleştirel bir bakış açısıyla irdelemektir.

2000'li yıllarda uygulanan para politikasında fiyat istikrarına aşırı vurgu yapılmış, bu uğurda ekonomik büyüme, istihdam düzeyi ve gelir dağılımı gibi reel ekonomik değişkenler neredeyse tamamen göz ardı edilmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) özellikle 2002-2009 yılları arasında oldukça sıkı bir para politikası uygulamış, reel faiz oranları bu süreçte oldukça yüksek düzeylerde seyretmiştir. 2010 yılı sonu itibarıyla finansal istikrar hedefini de gözetmeye başlayan TCMB, politika araçlarını çeşitlendirmiş ve finansal istikrar hedefinde epey başarılı olmuştur. TCMB para politikasındaki sıkı duruşunu 2009'dan itibaren önemli ölçüde gevşetmiştir. 2010'lu yıllarda ise enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikasında sıkı duruşunu korumuştur. Bu sıkı duruş Türkiye'de ekonomik büyümenin yavaşladığı 2012-2016 döneminde ekonomi açısından zararlı olmuştur. Bu açıdan TCMB fiyat istikrarına aşırı vurgu yapılan enflasyon hedeflemesi rejimini bir kenara bırakarak daha dengeli bir tutum benimsemeli ve fiyat istikrarının yanı sıra ekonomik büyüme, istihdam düzeyi ve gelir dağılımı gibi reel ekonomik büyüklükleri de göz önünde bulundurmalıdır.

Bu analizin amacı Türkiye'nin 2000'li yıllarda uyguladığı para politikasını eleştirel bir bakış açısıyla irdelemektir.

GİRİŞ

Günümüz dünyasında ülke ekonomilerinin ekseninde finansal sistem bulunmaktadır. Ülkeler tarafından uygulanan para politikası finansal sistem üzerinde derin bir etkiye sahiptir. Bu açıdan güvenilir bir ekonominin ön koşullarından birisi de sağlıklı bir şekilde işleyen finansal sistemdir. Bu analizin amacı Türkiye'nin 2000'li yıllarda uyguladığı para politikasını bu perspektiften eleştirel bir bakış açısıyla irdelemektir.

İki dünya savaşı arasında yaşanan ekonomik çalkantılar ve dünya ticaretinde görülen önemli düzeydeki yavaşlamaya bir cevap olarak İkinci Dünya Savaşı akabinde yürürlüğe giren Bretton Woods sistemiyle dünyada istikrarlı ve ihtiyatlı bir finansal sistem oluşturulmaya çalışılmıştır. 1970'li yıllara kadar varlığını sürdüren bu sistemde döviz kurları, faiz oranları ve niteliksel ve niceliksel açıdan kredi hacimleri ciddi biçimde kontrol edilmiş, uluslararası sermaye hareketlerinde de önemli düzeyde bir kısıtlama olmuştur. Bu sistemin 1970'li yıllarda çökmesi ve neoliberal anlayışın yükselişe geçmesiyle birlikte ise finansal sistemde muazzam bir dönüşüm yaşanmaya başlamıştır. Finansal sistem bu süreçte neredeyse tamamen serbestleştirilirken sermaye de uluslararası arenada serbestçe dolaşmaya baş-

lamıştır. Bunların yanı sıra aynı süreçte finansal sistem üzerindeki yasal kısıtların da çok büyük oranda gevşetilmesiyle birlikte dünyada oldukça ciddi bir finansallaşma süreci başlamıştır. Banka bilançoları önemli ölçüde büyürken kredi hacimleri de inanılmaz biçimde genişlemiştir. Yine 1980'li yıllarla birlikte finansal enstrümanların sayı ve hacminde yaşanan muazzam genişleme de finansal sektörün hacmini çok ciddi miktarda genişletmiştir. Bütün bu gelişmeler sonucunda dünyada para politikası daha önce olmadığı kadar önemli hale gelmiştir.

Öte taraftan neoliberalizmin yükselişi ve iktisat biliminde yeni bir konsensüsün ortaya çıkmasıyla birlikte para politikasına bakışta önemli bir dönüşüm yaşanmıştır. Bretton Woods sisteminde temel amacı sabit döviz kurunu korumak olan merkez bankaları yeni dönemde fiyat istikrarını kendilerine ana hedef olarak belirleyerek birbiri ardına enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemiş ve reel ekonomiyi neredeyse tamamen göz ardı etmeye başlamışlardır. Ciddi biçimde karmaşıklaşan ve hacmi genişleyen finansal sistemin nasıl kontrol altına alınacağı sorusu ise 2008-2009 küresel finansal krizine kadar havada bırakılmıştır.

Türkiye'de uygulanan para politikası bir taraftan ülkenin dinamiklerini yansıtırken diğer taraftan da dünyadaki gelişmelerden ciddi miktarda etkilenmiştir. Türkiye tam da neoliberalizmin yükselişe geçtiği 1980'lerde içe dönük ithal ikameci büyümeyi terk ederek "neoliberal" ihracat eksenli büyüme stratejisini benimsemiştir. Yine Türkiye'de 2000'li yıllarda merkez bankacılığı dünyadaki trendle paralel bir şekilde enflasyon hedeflemesi rejimi ekseninde şekillenmiştir.

1980'li yıllara kadar dışı oldukça kapalı olan Türkiye ekonomisi, ithal ikameci politika terk edilerek ihracat eksenli büyüme stratejisinin benimsenmesiyle birlikte hızla dünyaya açılmaya başlamıştır. 1980'li yıllarda bir taraftan dış ticaret önündeki engeller büyük oranda kaldırılırken diğer taraftan da herhangi bir yasal ve kurumsal altyapı oluşturulmadan finansal sis-

tem neredeyse tamamen serbestleştirilmiştir. Bu durumun doğal bir sonucu olarak da Türkiye’de 1980’lerden sonra birçok finansal kriz yaşanmıştır. Nihayet 2000’li yılların başında gerekli altyapı oluşturulmuş ve finansal sistem önemli ölçüde sağlamlaştırılmıştır.

Öte yandan Türkiye’de merkez bankacılığı anlayışı bu süreçte önemli bir dönüşümden geçmiştir. Dünyadaki uygulamalarla paralel olarak, Merkez Bankası’nın özerkliği ve araç bağımsızlığı ciddi şekilde vurgulanmış, TCMB önce örtük, daha sonra açık bir şekilde enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Böylece fiyat istikrarına aşırı vurgu yapılmış ve bu uğurda ekonomik büyüme ve istihdam düzeyi gibi reel ekonomik değişkenler önemli ölçüde göz ardı edilmiştir. Türkiye özellikle 2008-2009 krizine kadar yüksek faiz-düşük kur politikası izlemiş ancak 2008 krizi akabinde çok yavaş bir şekilde olsa da faiz oranlarını önemli ölçüde düşürme yoluna gitmiştir. Yine TCMB, Türkiye’de ekonomik büyümenin göreceli olarak durağan bir görünüm sergilediği 2012 sonrası dönemde, dünyada faiz oranları sıfır mesabesindeyken ve hatta birçok merkez bankasında politika faiz oranı negatif olmasına rağmen, sıkı para politikası uygulamasından vazgeçmemiştir.

Öte yandan Türkiye’de enflasyon 34 yıllık bir aradan sonra ancak 2000’li yıllarda tekrardan tek haneli rakamlara düşürülebilmektedir. Enflasyonun çok kısa bir sürede ciddi şekilde düşürülebilmesinin arkasında yatan temel sebep ise enflasyon hedeflemesi rejiminden ziyade, parasallaşmanın ortadan kalkması ve kamuda bütçe disiplininin sağlanmaya başlanması olmuştur. Bu durumun önemli bir göstergesi de tek haneli rakamlara kolay bir şekilde düşürülen enflasyonun, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde uygulanan yüksek faiz politikasına rağmen daha sonraki süreçte TCMB tarafından hedeflenen oranlara bir türlü düşürülebilmesi olmuştur.

TCMB fiyat istikrarı hedefine 2008-2009 krizinden sonra finansal istikrarı da eklemiştir. Bununla birlikte tek politika aracıyla çift hede-

fin gerçekleştirilmesinin inanılmaz düzeyde zor olması ve iki hedefin zaman zaman birbiriyle çelişmesi nedeniyle TCMB dünyadaki uygulamalarla paralel bir şekilde “konvansiyonel olmayan” para politikası uygulamasına geçmiştir. Bu çerçevede eskiden olduğu gibi fiyat istikrarını sağlayabilmek adına politika faizini araç olarak kullanmaya devam eden TCMB, finansal istikrarı sağlayabilmek için zorunlu karşılık oranlarını aktif bir şekilde kullanmaya başlamıştır. Bunun yanı sıra gecelik borç alma ve verme faizi arasındaki makası ya da “koridoru” ciddi şekilde genişleterek kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerini sınırlandırmaya ve döviz kurunda yaşanacak spekülasyonların önüne geçmeye çalışmıştır. Sonuç olarak TCMB finansal istikrarı sağlama noktasında önemli düzeyde başarılı olmuştur. Bununla birlikte para politikasının ekseninde enflasyon hedeflemesi rejimi bulunmaya devam etmiştir.

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN NİTELİĞİ

Neoliberalizmin yükselişiyle birlikte dünyada merkez bankacılığı anlayışında 1980’li yıllarla birlikte ciddi bir dönüşüm yaşanmaya başlamış, 1990’lı yıllara gelindiğinde birçok ülke ardı ardına enflasyon hedeflemesi (EH) rejimine geçmiştir. Sanayileşmiş ülkeler 1990’ların ilk yarısında, gelişmekte olan ülkeler de 1990’ların ikinci yarısı ve 2000’lerin başında EH rejimini benimsemeye başlamıştır.¹ Türkiye’de de EH rejimine 2002’de örtülü, 2006’da da açık bir şekilde geçilmiştir. EH rejiminin ekseninde Taylor kuralı² bulunmaktadır. Bu kurala göre eğer enflasyon hedeflenen oranın üzerindeyse ve/veya ekonomik bü-

1. Nicoletta Batini ve Douglas Laxton, “Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets”, *Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series*, 11 (2007), s. 467-506.

2. John B. Taylor, “Discretion Versus Policy Rules in Practice”, *Paper Presented at the Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, (1993).

yüme potansiyel ekonomik büyüme oranından yüksekse (yani ekonomi “aşırı” ısınmışsa) merkez bankası politika faiz oranını yükselterek ekonomiyi soğutmaya çalışmalıdır. Bu çerçevede EH rejiminde temel para politikası aracı faiz oranı olmuştur.

1990’ların sonunda ve 2000’lerin başında yapılan birçok bilimsel çalışmada EH rejimini benimseyen ülkelerin enflasyon oranını düşürmede oldukça başarılı olduğu iddia edilmiştir.³ Bununla birlikte ülkeler EH rejimini benimsemeden önce dünyada enflasyonun düşüş trendine girdiği ve daha sonraki süreçte EH rejimini benimseyen ülkeler kadar benimsemeyen ülkelerde de enflasyon oranlarının benzer şekilde düştüğü ortaya konulmuştur.⁴ Gerçekten de dünyada enflasyon 1980’lerden itibaren önemli bir düşüş trendine girmiştir. Dünya Bankası verilerine göre 1981’de ortalama yüzde 12,7 olan küresel enflasyon, 1989’da yüzde 7,5’e ve 1999’da yüzde 3,3’e kadar düşmüştür. 2015 itibarıyla da küresel enflasyon yüzde 1,5 civarında gerçekleşmiştir.⁵

Hangi şekilde olursa olsun enflasyonu düşürmeyi başaran merkez bankaları başarılı addedilmiş, uygulanan para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkilerine çok dikkat edilmemiştir.

Öte yandan paranın uzun vadede yansız olduğu yani para politikası uygulamalarının uzun vadede reel ekonomi üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkisinin olmayacağı anlayışından

hareketle, EH rejiminin başarı düzeyi genel olarak “sadece” enflasyon düzeyiyle ölçülmeye çalışılmıştır. Bu anlayış çerçevesinde hangi şekilde olursa olsun enflasyonu düşürmeyi başaran merkez bankaları başarılı addedilmiş, uygulanan para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkilerine çok dikkat edilmemiştir. EH rejimini benimseyen merkez bankaları da dikkatlerini neredeyse tamamen tüketici sepeti ve enflasyon oranına vererek üstü örtülü bir şekilde, uygulanan para politikasının reel ekonomi üzerinde kalıcı bir etkiye sahip olamayacağı düşüncesinde olduklarını göstermişlerdir. Bununla birlikte yapılan birçok bilimsel çalışmada parasal faktörlerin uzun vadede de reel ekonomi üzerinde kalıcı etkilere sahip olabileceği,⁶ yaşanan finansal krizlerin ve ekonomik durgunlukların “histeresiz etkisi”⁷ ve piyasa başarısızlıkları yoluyla ülkele- rin ekonomik potansiyellerini zayıflatabileceği ortaya konulmuştur.⁸ Bu durum 2008-2009 ekonomik kriziyle birlikte daha net bir şekilde anlaşılır hale gelmiştir.

İktisat biliminde genel yaklaşım daha düşük enflasyon düzeyinin daha iyi olduğu şeklindedir. Çok yüksek enflasyon düzeylerinin ekonomik işleyişi ciddi şekilde tahrip ettiği ortadadır. Enflasyon halihazırda oldukça düşük düzeylerde iken daha düşük enflasyonun daha iyi olduğuna dair iktisat biliminde ne bir teori bulunmaktadır ne de yapılan bilimsel çalışmalar bu duruşu desteklemektedir. Özellikle 2000’li yıllarda iktisat biliminde popüler hale gelen “eşik değer” çalışmalarında, enflasyon oranı ile ekonomik performans arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığına dair önemli düzeyde bulgu elde edilmiştir. Buna

3. Frederic S. Mishkin, “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, *Journal of Monetary Economics*, Cilt: 43, Sayı: 3, (1999), s. 579-605.

4. Angeriz, Alvaro ve Philip Arestis, “Assessing Inflation Targeting through Intervention Analysis”, *Oxford Economic Papers*, (2008).

5. World Bank, <http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG/countries/1W?page=6&display=default>, (Erişim tarihi: 23 Eylül 2016).

6. H. Sönmez Ateşoğlu, “Inflation and Investment in the United States”, *Investigación Económica*, (2005), s. 15-20.

7. İktisat bilimine Fizik biliminden geçen “histeresiz” kavramı, metallerin geçici bir süre manyetik alana maruz kalmalarının metalleri kalıcı olarak değiştirdiğini ifade etmektedir. Bu çerçevede histeresiz etkisi de ekonomik durgunluk ve kriz dönemlerinde daralan ekonominin ve yükselen işsizliğin ekonomi üzerinde kalıcı etkilere sahip olduğunu ifade etmektedir.

8. Arjun Jayadev ve Michael Konczal, “The Stagnant Labor Market: Some Aspects of the Bleak Picture”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Cilt: 33, Sayı: 3, (2011), s. 435-50.

göre enflasyon ancak belirli bir eşiği aştıktan sonra reel ekonomi üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olmakta, bu eşiğin altındaki oranların reel ekonomi üzerinde olumsuz bir etkisi bulunmamaktadır. Hatta eşik değerin altında kaldığı müddetçe daha yüksek enflasyonun reel ekonomiye olumlu bir etkisi bile bulunabilmektedir.⁹ Yapılan bilimsel çalışmalara genel olarak bakıldığında, eşik enflasyon değerinin sanayileşmiş ülkeler için yüzde 3-5 civarında, gelişmekte olan ülkeler için ise yüzde 15-30 civarında olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak halihazırda düşük seviyelerde bulunan enflasyonu daha da düşürmek adına uygulanacak sıkı para politikalarının ekonomi üzerinde ciddi düzeyde olumsuz etkisi ortaya çıkabilecektir. Tek haneli enflasyonu daha da düşürmeye çalışmak ekonomi üzerinde kalıcı hasara yol açabilecek ve enflasyon hedeflenen seviyelere indirilse dahi bunun ekonomi üzerinde olumlu bir etkisi olmayabilecektir. Bu durumda uygulanan para politikası ülke ekonomisi açısından hayli maliyetli olacaktır.

Öte yandan para politikası tartışmalarında neredeyse hiçbir zaman konu edilmese de, merkez bankasının EH rejimi çerçevesinde temel para politika aracı olarak kullandığı faiz oranının gelir dağılımı üzerinde önemli düzeyde bir etkisi bulunabilir. Haddinden yüksek politika faiz oranı, borç alanlardan daha varlıklı olan borç verenlere ve finansal kesime doğru ciddi düzeyde bir servet aktarımının ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Gerçekten de, birçok ülkede EH rejiminin benimsenmesiyle birlikte halkın orta tabakasını temsil eden ücretli kesimin milli gelirden aldığı payda hızlı bir düşüş yaşanmıştır.¹⁰

9. Jude C. Eggoh ve Muhammad Khan, "On the Nonlinear Relationship between Inflation and Economic Growth", *Research in Economics*, Cilt: 68, Sayı: 2, (2014), s. 133-43.

10. Rochon, Louis-Philippe ve Sergio Rossi, "Inflation Targeting, Economic Performance, and Income Distribution: A Monetary Macroeconomics Analysis", *Journal of Post Keynesian Economics*, Cilt: 28, Sayı: 4, (2006), s. 615-38.

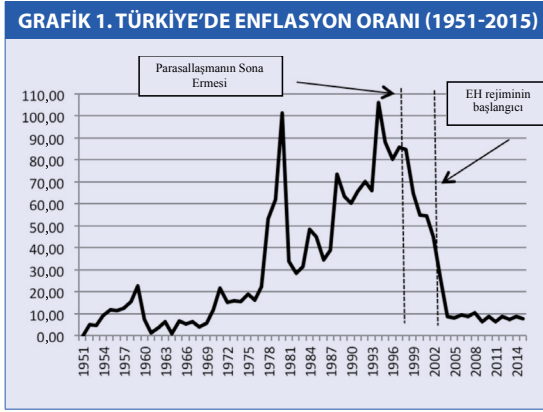
TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

2001 krizi akabinde TCMB Kanunu'nda yapılan önemli değişikliklerle TCMB'nin temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiş ve bu hedefi gerçekleştirebilmek adına uygulayacağı para politikasında da araç bağımsızlığına sahip olduğu vurgulanmıştır. Böylece özerk bir yapıya kavuşan TCMB 2002'de örtük, 2006'da da açık EH rejimine geçiş yapmıştır. EH rejimini benimseyen diğer birçok ülke için iddia edildiği gibi, Türkiye'de enflasyonun 34 yıllık bir aradan sonra tek haneli rakamlara düşmesinin arka planında bu rejimin olduğu iddia edilmiştir. Gerçekten de Türkiye'de enflasyon tek haneli rakamlara (örtük) EH rejimi altında ulaşmıştır. Fakat Türkiye'de yine tek haneli enflasyon oranlarının cari olduğu 1960'larda EH rejimi uygulanmadığı gibi 2000'lerdeki zamsal uyuşma, arada nedensellik değil sadece bir korelasyon ilişkisi olduğunu göstermektedir. Bu noktada Türkiye'de 1970'lerle birlikte enflasyon oranlarının neden ciddi şekilde yükseldiği ve daha sonraki 34 yıllık süreçte neden bir türlü düşmediği sorusuna verilecek cevap konunun aydınlatılması açısından oldukça önemli bir noktadadır.

ENFLASYON NASIL YÜKSELDİ, NASIL DÜŞTÜ?

Türkiye'de 1970'lerden 2000'lere kadar yaşanan yüksek enflasyonun arka planında temel anlamda birbirleriyle etkileşim halinde olan üç faktör bulunduğu söylenebilir. Bu faktörlerden; birincisi bütçe açıkları, ikincisi parasallaşma (kamu borçlarının yeni para basılarak ödenmesi), üçüncüsü de faiz yükündeki artıştır. Söz konusu süreçte siyasi istikrarsızlık, kötü yönetim, batan ve içi boşaltılan bankalar, KİT'lerin görev zararları gibi nedenlerle kamu maliyesinde bozulmalar yaşanmıştır. Bu durumun neticesinde bir

tarafтан parasallaşma diğer taraftan da borçluluk düzeyi ve reel faiz oranlarının artmasıyla birlikte faiz yükü önemli ölçüde yükselmiştir. Sonuçta enflasyon da yüksek seviyelere tırmanmıştır. Yükselen enflasyon ve artan borç yükü, risk priminin artmasıyla reel faiz oranlarını artırmış, böylece kamu faiz yükünü daha da yukarılara tırmandırmıştır. Bunun sonucunda da kamu maliyesi daha da bozulma eğiliminde olmuştur. Sonuçta ortaya Şekil 1'de görüldüğü gibi fasit bir daire çıkmıştır.¹¹

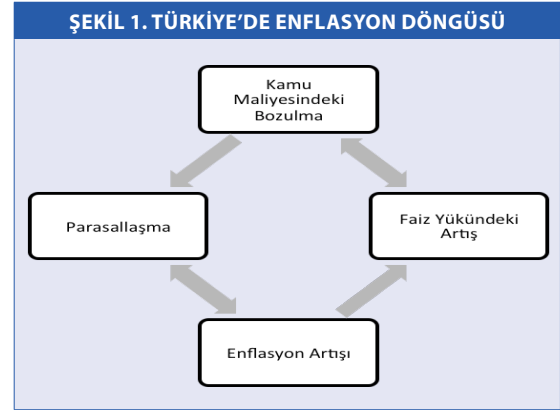


Kaynak: TÜİK İstatistik Göstergeler 1923-2013 kitabı ve TÜİK. Enflasyon oranları, ilgili yıldaki ortalama enflasyon oranını göstermektedir.

Eldeki veriler ışığında kamu maliyesinin ciddi şekilde bozulmasıyla yoğun biçimde başvurulmuş parasallaşma neticesinde Türkiye'de enflasyon ilk defa 1970'lerin ikinci yarısında kontrolden çıkmaya başlamıştır. TCMB'den alınan net avansların kamu net borçlanmasına oranı 1979'da yüzde 61'e, 1981'de de yüzde 103'e kadar yükselmiştir. Enflasyon da ilk defa 1978'de yüzde 50'nin üzerine, 1980'de de yüzde 100'ün üzerine çıkarak arka arkaya rekor kırmıştır. Faiz ödemelerinin genel bütçe harcamaları içindeki payı da 1980'den itibaren hızla yükselmeye başlamıştır. Bu oran 1980'de sadece yüzde 2,9 iken 1990'a gelindiğinde yüzde 20,8'e ulaşmıştır.

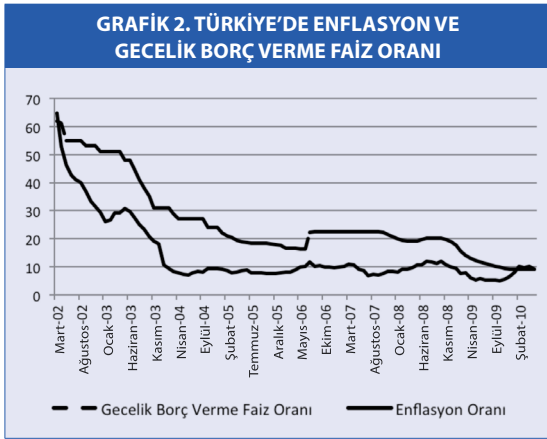
11. Mevlüt Tathiyer, "Enflasyon Neden Yükselir, Nasıl Düşer: Türkiye Örneği", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Basım Aşamasında.

Türkiye'de enflasyon oranlarının kontrolden çıktığı özellikle 1990'lı yıllar aynı zamanda söz konusu üç faktörün de birbirini besleyerek ciddi şekilde söz sahibi olmaya başladığı yıllardır. Öyle ki 1990'da yüzde 20'nin üzerine çıkan faiz ödemelerinin genel bütçe harcamaları içindeki payı 2001'de yüzde 51'e çıkararak tüm zamanların zirvesini gördükten sonra inişe geçmiştir. Bu rakam 2014 itibarıyla yüzde 11,4 olmuştur. Yine parasallaşma da 1980'lerin ilk yarısından sonra özellikle 1990'larda sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır. TCMB'den alınan net avansların hükümetin net borçlanmasına oranı 1990'da yüzde 2 iken, 1993'te yüzde 42'ye kadar çıkmış, 1996'da yüzde 16 olarak gerçekleşmiştir. 1991-1997 arasında ise bu oran ortalama yüzde 30'lar düzeyindedir.



1997 yılında hükümet ile TCMB arasında imzalanan protokol neticesinde kamu açıklarının TCMB'den alınan kısa vadeli avanslarla, yani parasallaşmayla finansmanı uygulaması sona ermiştir. Böylece 1997 itibarıyla Türkiye'de parasallaşma yolu kapanmıştır. Sonuçta fasit dairenin de kırılmasıyla birlikte Türkiye'de enflasyon oranı inişe geçmiştir. 2001 krizi akabinde tek parti (AK Parti) hükümetiyle birlikte sağlanan bütçe disiplininin önemli katkısıyla faiz yükü de zamanla düşmeye başlamıştır. Bütün bunların sonucunda 2004 yılında Türkiye'de enflasyon tek haneli rakamlara düşürülebilmektedir. EH rejimi ise enflasyon halihazırda ciddi biçimde düşmekte iken 2002'de yürürlüğe girmiştir.

Üstelik TCMB bu süreçte, Grafik 2’de de görülebileceği üzere enflasyon oranını düşürebilmek adına faiz oranını yükseltmek bir yana, düşmekte olan enflasyon oranının arkasından politika faiz oranını düşürme pozisyonunda kalmıştır. Öyle ki enflasyon oranı 2003’te ortalama yüzde 45’ten yüzde 25’e, TCMB’nin politika faiz oranı da yüzde 51’den yüzde 31’e düşmüştür. Ertesi sene olan 2004’te enflasyon ortalama yüzde 8 ile tek haneli rakamlara, politika faiz oranı da yüzde 22’ye düşmüştür.



Kaynak: TÜİK, TCMB ve yazarın kendi hesaplamaları.

Yine bu süreçte dönem başı ve dönem sonu (*ex ante ve ex post*) reel faiz oranlarının seyri de oldukça açıklayıcıdır. 2002 yılında enflasyon hızlı bir şekilde yüzde 72,5 düzeyinden yüzde 29,5 düzeyine düşerken, gecelik borç verme faiz oranındaki düşüş (yüzde 62’den yüzde 51’e) çok daha sınırlı kalmıştır. Böylece dönem başı reel faiz oranı da yüzde sıfır mesabesinden yüzde 17 düzeylerine kadar çıkmıştır. Bu süreçte dönem sonu reel faiz oranı ise yıl içinde dalgalanmakla birlikte ortalama yüzde 24 düzeyinde gerçekleşmiştir.

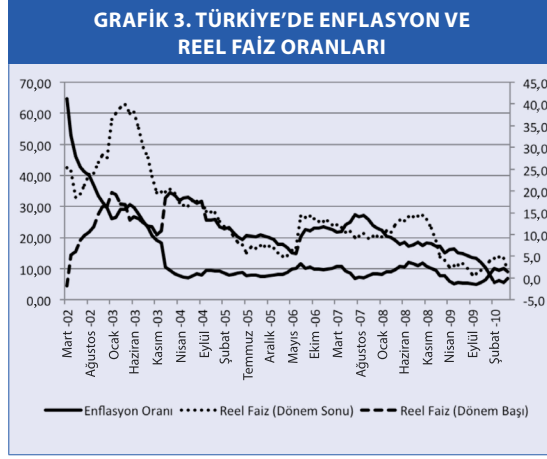
Yani dönem sonu “gerçekleşen” reel faiz oranı düzeyini korurken enflasyonda inanılmaz bir düşüş yaşanmış, TCMB de açıklanan enflasyon oranlarından hareketle yavaşça ve geriden gelerek politika faiz oranını düşürmeye çalıştığından dönem başı “tahmini” reel faiz oranı bu süreçte ciddi şekilde yükselmiştir. Daha da il-

ginci, 2003’ün ilk yedi ayında dönem sonu reel faiz oranı yüzde 38 olarak gerçekleşmesine rağmen, enflasyonda düşüş değil yükseliş olmuştur. Bu süreçte politika faiz oranı yılın ilk aylarında enflasyon oranı yükselişte iken sabit kalmıştır. Daha sonraki süreçte enflasyon oranının düşmesine paralel olarak politika faiz oranı da düşmeye başlamıştır. Bu durum da TCMB’nin bu süreçte gerçekleşen enflasyon oranına göre politika faiz oranını belirlediğinin bir göstergesi niteliğinde olmuştur. Hasılı bu süreçte TCMB politika faizi enstrümanı kanalıyla ekonomideki toplam talebi baskılayarak enflasyon oranını düşürmeye çalışmamış, bilakis enflasyon oranına bakarak enflasyon düştükçe politika faiz oranını düşürme yoluna gitmiştir.

TCMB politika faizi enstrümanı kanalıyla ekonomideki toplam talebi baskılayarak enflasyon oranını düşürmeye çalışmamış, bilakis enflasyon oranına bakarak enflasyon düştükçe politika faiz oranını düşürme yoluna gitmiştir.

2005-2008 yılları arasında ise ortalama politika faiz oranı yüzde 20,1 iken ortalama enflasyon yüzde 9,3 olarak gerçekleşmiştir. Sadece birkaç yılda yüzde 80’ler düzeyinden yüzde 8’lere düşen enflasyon istikrarlı bir şekilde uygulanan “sıkı” para politikasına rağmen, bir türlü daha aşağı düşürülemedi. 2000’li yıllarda yaşanan bu tecrübe enflasyon oranının düşmesinde TCMB’nin uyguladığı EH rejiminin neredeyse hiçbir payının olmadığına yönelik kuvvetli bir izlenim edinilmesine neden olmaktadır. Enflasyon oranının düşüş trendinde olduğu 2002-2003 yıllarında dönem sonu reel faiz oranının dönem başı oranından sürekli biçimde çok daha yüksek seviyelerde bulunması da TCMB’nin ileriye dönük politika faiz oranını enflasyon tahminiyle değil, gerçekleşen enflasyona bakarak indirip yükselttiği hususunda kuvvetli bir bulgu niteliğindedir. Gerçekten de

Türkiye’de enflasyon oranı tek haneli rakamlarda karar kıldıktan sonra, 2004 yılı ve sonrasında dönem başı ve dönem sonu reel faiz oranları, önceki dönemlere kıyasla birbiriyle ciddi şekilde yakın hareket etmeye başlamıştır. Bu da TCMB’nin bu dönemlerdeki reaktif tutumunun ayrı bir göstergesi niteliğindedir.



Kaynak: TÜİK, TCMB ve yazarın kendi hesaplamaları.

de 4,7) epey üzerinde gerçekleşmiştir. Yani bu süreçte enflasyon oranı ekonomik büyümeden hiçbir şekilde taviz verilmeden ciddi biçimde düşürülebilmiştir. TCMB ise bu dönemde enflasyon oranı aşağı seviyelere indikçe politika faiz oranını reaktif bir şekilde düşürme yoluna gitmiştir. Mart 2002’de yüzde 62 olan gecelik borç verme faiz oranı Mayıs 2006’ya geldiğinde yüzde 16,25’e kadar düşmüştür. Öte yandan 2004 yılında enflasyonun tek haneli rakamlara gerilemesine kadar TCMB’nin reaktif tutumunun bir sonucu olarak dönem sonu reel faiz oranı ortalama yüzde 28 ile oldukça yüksek düzeylerde kalmış ve dönem başı reel faiz oranının (ortalama yüzde 12) oldukça üzerinde seyretmiştir. Enflasyon oranının tek haneli rakamlarda istikrara kavuşmasıyla birlikte her iki reel faiz oranı birbirine oldukça yakın seyretmeye başlamıştır. Bununla beraber reel faiz oranı 2002-2006 sürecinde oldukça yüksek düzeylerde gerçekleşmiştir. Ocak 2004’te yüzde 20 düzeyinde olan dönem başı ve dönem sonu reel faiz oranı Mayıs 2006’da yüzde 6 düzeyine kadar gerilemiştir ki bu oran dahi para politikasının oldukça sıkı olduğunu göstermektedir.

Belirtilmesi gerekir ki fiilen oldukça sıkı para politikası uygulanan bu dönemde enflasyon oranında aşağı veya yukarı yönlü olmak üzere herhangi bir kıpırdanma gerçekleşmemiştir. Küresel likidite bolluğunun yaşandığı bu süreçte TCMB’nin uyguladığı söz konusu sıkı para politikası TL’nin aşırı bir şekilde değerlenmesine yol açmıştır. Bu süreçte reel efektif döviz kuru yüzde 30’un üzerinde değerlenmiştir. Fiilen yüksek faiz-düşük kur politikasının uygulandığı bu dönemde kısa vadeli sermaye girişlerinin ciddi şekilde artması ihracat üzerinde baskı oluşturmuş, ithalatı da ciddi biçimde kolaylaştırmıştır. Sonuçta bu politika finansal sistemin daha kırılabilir hale gelmesine yol açmış, petrol fiyatlarındaki ciddi yükselişin yanı sıra cari açığın yükselmesinde etkili bir faktör olmuştur.

Yine 2002-2006 döneminde reel faiz oranlarının oldukça yüksek gerçekleşmesi net borç

Belirtilmesi gerekir ki fiilen oldukça sıkı para politikası uygulanan bu dönemde enflasyon oranında aşağı veya yukarı yönlü olmak üzere herhangi bir kıpırdanma gerçekleşmemiştir.

NASIL BİR PARA POLİTİKASI? (2002-2010)

TCMB’nin 2002’de (örtük) EH rejimine geçmesinden, 2010 yılı sonunda yine EH ekseni olmak üzere “konvansiyonel olmayan” para politikası uygulamasına kadarki dönem 2002-2006, 2006-2008 ve 2008-2010 olmak üzere üç alt bölümde incelenebilir.

İlk alt bölümde yıllık enflasyon oranı yüzde 45’ten yüzde 9 düzeyine kadar inmiş, bu süreçte ekonomik büyüme oranı da yılda ortalama yüzde 7’nin üzerinde gerçekleşerek Türkiye’nin uzun vadeli ekonomik büyüme oranının (yüz-

alanların aleyhine, net borç verenlerin ve finansal kesimin lehine olmak üzere gelir dağılımını ciddi biçimde etkilemiştir. Zira toplumun en düşük gelire sahip yüzde 20'lik kesimi bu süreçte yüzde 10 negatif tasarrufa sahipken gelir arttıkça tasarruf da yükselmiş, en zengin yüzde 20'lik kesimin tasarruf düzeyi yüzde 30 seviyesinde gerçekleşmiştir.¹² Böylece uygulanan yüksek reel faiz politikasıyla birlikte toplumda düşük gelirlilerden daha yüksek gelire sahip olanlara doğru ciddi bir kaynak aktarımı gerçekleşmiştir.

Bu dönemin ikinci alt bölümü olan 2006-2008 döneminde ise para politikası daha da sıkı hale gelmiştir. 2006 yılında Japon Merkez Bankası (BoJ) deflasyonla mücadele için uyguladığı ultra gevşek para politikasını terk etmeye başlamıştır. Avrupa Birliği Merkez Bankası (ECB) da aynı yıl politika faiz oranını daha da yükseltme niyetinde olduğunu ifade etmiştir. Son olarak bir süredir enflasyonist endişelerden dolayı politika faiz oranını yükseltmekte olan ABD Merkez Bankası (FED) da Mayıs 2006'da enflasyon riski dolayısıyla politika faizini daha sonraki süreçte de artırmak gerekebileceğine dönük açıklamalarda bulunmuştur. Yaşanan bu gelişmeler küresel piyasalarda likidite bolluğunun hüküm sürdüğü dönemin kapanmakta olduğuna yönelik endişeleri artırmıştır. 2006 yılında dünya genelinde merkez bankalarının daha sıkı para politikası uygulamaya ve böylece küresel likidite bolluğunun ortadan kalkmaya başlamasına TCMB de oldukça yüksek bir politika faiz oranıyla (yüzde 16,25) yakalanmış, finansal risklerin artması dolayısıyla Haziran 2006'da politika faiz oranını iki defada tam 600 baz puan yükselterek yüzde 22,25'e çıkarmıştır. Öte yandan 2008-2009 küresel finansal krizinin fitili bir açıdan bu süreçte küresel bazda merkez bankalarının para politikasını sıkılaştırmaya başlamalarından dolayı ateşlenmiş, FED ise Temmuz 2006'dan sonra politika faiz oranını yükseltmek

bir yana peyderpey düşürmeye başlamıştır. FED Temmuz 2006'da yüzde 5,25 olan politika faiz oranını 2008 Ocak'ta yüzde 3'e, Nisan'da yüzde 2'ye ve Aralık'ta da yüzde sıfır düzeyine kadar düşürmüştür. Haziran 2006'da politika faiz oranını tam 600 baz puan yükselten TCMB ise küresel ekonomiyle ilgili endişelerin ciddi şekilde arttığı 2007-2008 döneminde oldukça çekingen davranmış, küresel ekonomik krizin gerçek anlamda patlak verdiği Ekim 2008'e yüzde 20,25 politika faiz oranıyla yakalanmıştır. TCMB Ekim 2008 sonrasında da politika faiz oranını düşürmekte oldukça yavaş davranmış, küresel ekonomik krizin zirvesinin yaşandığı bu süreçte ancak bir senede ve 15 hamlede politika faiz oranını yüzde 8,75'e düşürmüştür.

Böylece TCMB, 2002-2006 döneminde uyguladığı reaktif para politikası nedeniyle küresel likidite bolluğu ortamında fiilen sıkı bir para politikası uygulayarak reel faiz oranlarının oldukça yüksek bir seviyede gerçekleşmesine neden olmuştur. TCMB 2006-2008 döneminde de önce politika faiz oranını sert bir şekilde yükseltmekte oldukça aceleci davranmış, ardından küresel finansal sistemle ilgili kaygıların artmasına paralel olarak tekrar ortaya çıkan küresel likidite bolluğu ortamında faiz oranlarını düşürmede yavaş kalarak yine fiilen oldukça sıkı bir para politikası uygulamıştır. Böylece Mayıs 2006'da yüzde 6 düzeylerine kadar gerileyen dönem başı ve dönem sonu reel faiz oranı ciddi bir sıçrama yaparak iki haneli rakamlar düzeyine gelmiştir. 2002-2006 yılları arasında yüzde 7,2 oranında bir ekonomik büyüme performansı yakalayan Türkiye'de kısmen söz konusu sıkı para politikasının da etkisiyle ekonomik büyüme oranı 2007'de yüzde 4,7'ye, son çeyreğinde küresel finansal krizin etkilerinin derin şekilde hissedildiği 2008'de de yüzde 0,7'ye kadar düşmüştür. Bu noktada 2008 krizi yaşanmasaydı dahi bu yılda ekonomik büyümenin bir önceki seneye kıyasla yine yavaşlayacağına vurgulanması gerekir. TCMB Ekim 2008'den sonra da politika faiz oranını düşürmekte oldukça yavaş

12. Kalkınma Bakanlığı, Yurtiçi Tasarruflar Özel İhtisas Komisyon Raporu, Ankara, 2014.

kalarak sonraki bir yıllık süreçte de fiilen sıkı para politikası uygulamıştır. Türkiye ekonomisinin 2009'da yüzde 4,8 küçülmesinin arka planında uygulanan bu politikanın da kısmi bir etkisi bulunmaktadır. Bu dönemin üçüncü bölümü olan 2008-2010 arasında, Ekim 2008'den sonra politika faiz oranının peyderpey düşmesiyle birlikte reel faiz oranı da düşmeye başlamıştır. 2010'un ilk çeyreğinde dönem başı reel faiz oranı yüzde sıfır düzeyine kadar gerilerken, dönem sonu reel faiz oranı da yüzde 4,5 olarak gerçekleşmiştir.

2000'li yıllardaki küresel likidite bolluğuna TCMB'nin aşırı sıkı para politikasının eşlik etmesi TL'nin değersizleşmesine yol açmış, sonuçta da Türkiye'ye olan sermaye akımları bu süreçte ciddi şekilde artmıştır.

NASIL BİR PARA POLİTİKASI? (2010-2016)

2008-2009 küresel ekonomik kriziyle birlikte, EH rejimi çerçevesinde merkez bankalarının uyguladığı ve fiyat istikrarına aşırı vurgu yapılan para politikası ciddi biçimde sorgulanmaya başlamıştır. Merkez bankalarının krize giden süreçte özellikle finansal istikrarı neredeyse tamamen göz ardı ettiği yapılan en temel eleştirilerden birisi olmuştur. Birçok merkez bankası da bu süreçte uyguladıkları para politikasında çeşitli değişikliklere gitmeye başlamış; nicel genişleme (*quantitative easing*-QE) ve ileriye dönük rehberlik (*forward guidance*) gibi yeni para politikası uygulamalarını devreye sokmuşlardır. Bu yeni uygulamalar da “konvansiyonel olmayan” para politikası olarak nitelendirilmiştir. Fakat bu yeni uygulamalar finansal sistemin aksayan yönlerini düzeltmeye çalışmaktan ziyade, finansal sistemi içinde bulunduğu kötü durumdan çıkarma ve krizle birlikte ciddi

yara alan ülke ekonomilerini likidite bolluğu ve ucuz para ile ayağa kaldırma niyetiyle gerçekleştirilmiştir.

2000'li yıllardaki küresel likidite bolluğuna TCMB'nin aşırı sıkı para politikasının eşlik etmesi TL'nin değersizleşmesine yol açmış, sonuçta da Türkiye'ye olan sermaye akımları bu süreçte ciddi şekilde artmıştır.¹³ Küresel ekonomik krizin yaşanmasıyla birlikte dünyada sermaye hareketlerinde önemli düzeyde bir azalma olmuş, bu süreçte Türkiye'ye gelen yabancı sermaye ciddi şekilde azalmıştır. Sermaye girişi 2010 yılında tekrardan artmaya başlayarak 2011'de kriz öncesi seviyesine dönmüştür. Fakat kriz öncesi dönemle ciddi düzeyde bir tezat teşkil edecek şekilde, bu süreçte Türkiye'ye gelen yabancı sermaye çok büyük oranda portföy yatırımları ve kısa vadeli sermayeden müteşekkil olmuştur. Yine Türkiye ekonomisinin 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla yüzde 9,2 ve 8,8 oranında büyümesiyle cari açık da Türkiye tarihinde daha önce görülmemiş düzeylere çıkmıştır. Bu süreçte banka kredileri çok ciddi şekilde genişlemiştir. Kredi hacmi 2010'da yüzde 45, 2011'de de yüzde 32 oranında genişleyerek ekonomik büyüme oranının oldukça üzerinde seyretmiştir.¹⁴

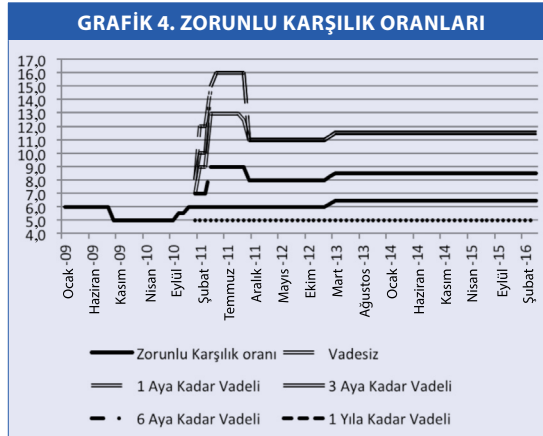
Böylece TCMB Türkiye ekonomisinde ortaya çıkan finansal riskleri kontrol altına alabilmek amacıyla, finansal istikrara çok ciddi bir vurgunun yapıldığı bu dönemde fiyat istikrarı hedefinin yanına finansal istikrarı da eklemiştir. Fakat Tinbergen kuralı çerçevesinde, merkez bankalarının tek bir araçla (politika faiz oranı) iki hedefi (fiyat istikrarı ve finansal istikrar) gerçekleştirmesi mümkün olmadığından TCMB politika araçlarını çeşitlendirme yoluna giderek 2010 yılının sonlarında EH rejimi çerçevesinde “konvansiyonel olmayan” para politi-

13. Fakat belirtilmesi gereken husus bu dönemde Türkiye'ye gelen sermayenin büyük kısmının uzun vadeli sermaye ile doğrudan yabancı yatırımlardan (FDI) oluştuğudur.

14. Fakat TCMB ve BDDK'nın da aldığı tedbirler sayesinde kredi hacmindeki genişleme daha sonraki süreçte ciddi şekilde yavaşlamış, 2014 ve 2015 yıllarında yüzde 20 düzeyinde gerçekleşmiştir.

kası uygulamasına geçmiştir. TCMB öncelikle Mayıs 2010'da gecelik faiz oranı yerine, haftalık repo faiz oranını politika faiz oranı olarak benimsemiştir. Finansal istikrarı sağlayabilmek adına da kredi genişlemesini kontrol altına almak, kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlandırmak ve volatilitiyi azaltmak amacıyla 2010 yılının sonlarına doğru geniş faiz koridorunu ve zorunlu karşılıkları politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. TCMB, bu süreçte yabancı sermaye girişini azaltabilmek adına politika faiz oranını düşük tutma, kredi hacmindeki artışı yavaşlatabilmek için de zorunlu karşılık oranlarını yükseltme yoluna gitmiştir. TCMB tek bir zorunlu karşılık oranı uygulamasını da terk ederek mevduatın vadesine göre zorunlu karşılık oranı uygulamasına geçmiştir. Bu uygulamada mevduatın vadesi kıaldıkça zorunlu karşılık oranı da artmış, böylece finansal sistemin daha sağlam ve daha sağlıklı bir yapıya kavuşması amaçlanmıştır. Zorunlu karşılık oranı yüzde 6 düzeyinden Ekim 2011 itibarıyla vadesiz ve bir ay vadeli mevduatlarda yüzde 16'ya; 3 ay, 6 ay, bir yıl ve daha uzun vadeli mevduatlarda sırasıyla yüzde 12,5, yüzde 9, yüzde 6 ve yüzde 5'e gelmiştir. Vadesiz, bir ay ve üç aya kadar vadeli mevduatlar için zorunlu karşılık oranı daha sonra yüzde 11'e düşürülmüş ve bu durum Şubat 2013'e kadar sürmüştür. Mart 2013'ten bu yana ise tüm vadelere zorunlu karşılık oranları yarım puan daha yüksektir.

Yine TCMB geniş faiz koridoruyla yani gecelik borç alma ve borç verme faiz oranı arasındaki makası iyice açarak, kısa vadeli faiz oranlarının oynaklığının artırılması yoluyla kısa vadeli sermaye girişlerini daha az cazip hale getirerek azaltmayı amaçlamıştır. Öte yandan TCMB bu sistemde politika faiz oranını değiştirmeden fonlama maliyetini değiştirebilme imkanıyla bankalar açısından belirsizliği artırmayı ve böylece kısa vadeli sermayenin cazibesini azaltarak kısa vadeli sermaye giriş çıkışlarıyla ortaya çıkan dalgalanmaları ve volatilitiyi azaltmayı hedeflemiştir.

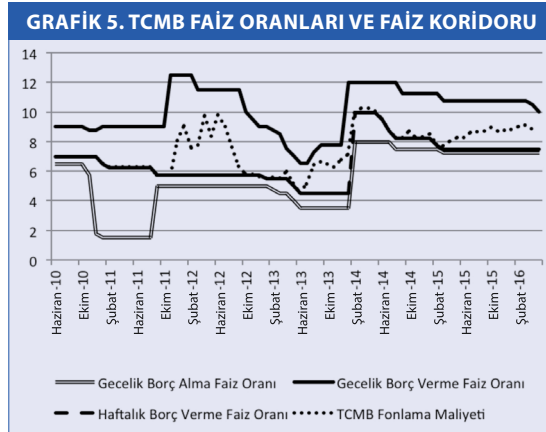


Kaynak: TCMB

2010 sonunda FED'in gerçekleştirdiği niceliksel genişleme nedeniyle küresel likidite oldukça genişlemiştir. TCMB küresel likiditenin finansal istikrarı tehdit edecek düzeyde kısa vadeli sermaye girişine neden olmaması adına gecelik borç alma faiz oranını önemli ölçüde düşürerek faiz koridorunu ciddi şekilde genişletmiştir. Fakat TCMB fonlama maliyeti bu süreçte politika faiz oranı olan haftalık borç verme faiz oranıyla paralel bir seyir izlemiştir. Öte yandan 2011 sonlarında ise Avrupa'da yaşanan ekonomik krizin ciddi şekilde derinleşmesi nedeniyle sermaye çıkışlarına engel olabilmek adına hem gecelik borç alma hem de gecelik borç verme faiz oranı hayli artırılmıştır. Yüzde 5,75 düzeyine kadar düşen TCMB fonlama maliyeti de Haziran 2012 itibarıyla yüzde 10 düzeyine kadar çıkmıştır. Bu krizin hafiflemesiyle birlikte TCMB gecelik borç verme faizini peyderpey indirirken, fonlama maliyeti de Eylül 2012 itibarıyla yüzde 6 düzeyine kadar gerilemiştir.

Haziran 2013 itibarıyla gecelik borç verme faiz oranını yüzde 6,5'e, fonlama maliyetini de yüzde 4,5'e kadar düşüren TCMB, bu süreçte yaşanan siyasi istikrarsızlıklar neticesinde gecelik borç verme faiz oranını yüzde 7,75'e, fonlama maliyetini de yüzde 6,8'e çıkartmıştır. Nihayet 17-25 Aralık darbe süreciyle birlikte yükselen siyasi istikrarsızlığı borç verme faiz oranını 425 baz puan, politika faiz oranını da 550 baz puan artırarak karşılayan TCMB'nin

fonlama maliyeti de yüzde 10'un üzerine çıkmıştır. 2013 yılının ikinci yarısında yaşanan siyasi istikrarsızlıklar neticesinde TCMB oldukça sıkı bir para politikası benimseyerek yavaşlamakta olan Türkiye ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. TCMB daha sonraki süreçte faiz oranlarını çok yavaş bir şekilde düşürse de geniş faiz koridorunun sağladığı olanakla, fonlama maliyetini yüzde 10'un üzerinden 2015 yılının başında ancak yüzde 8 düzeyine kadar indirmiştir. Türkiye ekonomisi söz konusu süreçte de tatmin edici olmaktan uzak bir performans sergilemesine rağmen enflasyonla ilgili endişelerinden dolayı TCMB, fonlama maliyetini Şubat 2015'teki yüzde 7,8 düzeyinden Mart 2016'da yüzde 9,1 düzeyine kadar çıkarmıştır.



Kaynak: TCMB

2010 yılından itibaren finansal istikrar hedefi çerçevesinde finansal sistemdeki dalgalanma ve istikrarsızlıkların önüne geçmeye çalışan TCMB bu hususta oldukça başarılı olmuştur.¹⁵ Öte yandan EH rejimi çerçevesinde fiyat istikrarına aşırı vurgu yapan ve bu uğurda reel ekonomik değişkenleri çok büyük ölçüde göz ardı eden TCMB, Türkiye'nin kısa vadeli ekonomik performansını ve uzun vadeli ekonomik potansiyelini olumsuz yönde etkilemiştir. Özellikle

15. Bununla birlikte TCMB yüksek kredi genişlemesiyle paralel bir şekilde konut fiyatlarının ciddi şekilde yükselmesiyle ilgili herhangi bir aksiyon almamış ve söz konusu fiyat artışını sınırlandırmaya çalışmamıştır.

2013 yılında yaşanan siyasi istikrarsızlıklar neticesinde TCMB'nin mevcut para politikasını finansal dalgalanma ve kısa vadeli sermaye çıkışı tehlikesiyle ciddi bir şekilde sıkılaştırması faydalı olmaktan çok zararlı olmuştur. Bunlara ek olarak TCMB 2000'li yıllarda politika faiz oranını bir anda çok ciddi bir şekilde yükseltebilirken (2006 ve 2014'te görüldüğü gibi), yüksek faiz oranlarını düşürme noktasında oldukça yavaş kalmıştır. Bu durum da TCMB'nin aşırı ihtiyatlı bir tutum içerisinde olduğunun göstergesi niteliğinde olmuştur.

SONUÇ VE POLİTİKA ÖNERİLERİ

2000'li yıllarda uygulanan para politikasında fiyat istikrarına aşırı vurgu yapılmış, bu uğurda ekonomik büyüme, istihdam düzeyi ve gelir dağılımı gibi reel ekonomik değişkenler neredeyse tamamen göz ardı edilmiştir. TCMB özellikle 2002-2009 yılları arasında, yani enflasyon hedeflemesi rejiminin benimsendiği 2002'den Türkiye ekonomisinin küresel finansal krizin etkisiyle ciddi biçimde daraldığı 2009'a kadar oldukça sıkı bir para politikası uygulamış, reel faiz oranları bu süreçte oldukça yüksek düzeylerde seyretmiştir. Bu durum bir taraftan Türkiye ekonomisini ciddi biçimde yaralarken, diğer taraftan da gelir dağılımı üzerinde oldukça olumsuz etkiler bırakmıştır. 2010 yılı sonu itibarıyla finansal istikrar hedefini de gözetmeye başlayan TCMB, politika araçlarını çeşitlendirmiş ve finansal istikrar hedefinde oldukça başarılı olmuştur. Fakat TCMB Türkiye'de 2000'li yıllarla birlikte kredi hacminin inanılmaz düzeyde genişlemesine paralel olarak ciddi biçimde artan konut fiyatlarıyla ilgili direkt olarak herhangi bir politika geliştirmemiştir. Öte yandan TCMB para politikasındaki sıkı duruşunu 2009'dan itibaren önemli ölçüde gevşetmiş olsa da, 2010'lu yıllarda da enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde sıkı duruşunu korumuştur. Bu sıkı duruş da Türkiye'de ekonomik büyüme-

nin yavaşladığı 2012-2016 döneminde ekonomi açısından zararlı olmuştur.

Sonuç olarak reel ekonominin aleyhine sadece parasal faktörlerin hesaba katıldığı fiyat istikrarı hedefine sahip olmak, Türkiye örneğinde görüldüğü üzere ekonomik büyüme ve istihdam düzeyi gibi nihai hedeflerin göz ardı edilmesine neden olabilmektedir. Türkiye ekonomisinin 2000’li yıllarda önemli ölçüde büyümesine ve yine bu süreçte Türkiye’de refah devleti harcamalarının çok ciddi biçimde genişlemesine rağmen gelir dağılımındaki iyileşmenin oldukça sınırlı kalmasının arka planında kısmen de olsa söz konusu para politikası anlayışı yatmaktadır. Bu açıdan TCMB fiyat istikrarına aşırı vurgu yapılan EH rejimini bir kenara bırakarak daha dengeli bir tutum benimsemeli ve fiyat istikrarının yanı sıra FED’in gerçekleştirdiği gibi reel ekonomiyi de gözetmeli ve işsizlik oranı veya ekonomik büyüme gibi hedeflere de sahip olmalıdır.

Bu çerçevede öncelikli olarak TCMB, enflasyon oranlarını çok yakından takip etmeyi bırakmalı ve ancak enflasyonda önemli düzeyde bir değişiklik görülmesi durumunda buna göre aksiyon alma yolunu seçmelidir. Zira teoride merkez bankalarının yapmaları gereken şey, enflasyon oranındaki son gelişmelere göre değil gelecek dönem enflasyon beklentilerine göre para politikası stratejisi geliştirmektir. Bununla birlikte diğer birçok ekonomik büyüklükte olduğu gibi enflasyonun da tahmin edilebilirlik düzeyinin oldukça düşük olması merkez bankalarının da enflasyondaki anlık gelişmelere göre aksiyon almalarına neden olmaktadır. Bu durum bir taraftan uygulanan para politikasının etkinliğine önemli düzeyde gölge düşürürken diğer taraftan da reel ekonomiyi ciddi biçimde olumsuz etkileyebilmektedir. Parasal aktarım mekanizmasının oldukça karmaşık olması ve merkez bankalarının benimsedikleri enflasyon hedeflemesi rejiminin teorik temellerden yoksunluğu, bu çerçevede uygulanan para politikasının fiyat istikrarını sağlamada ne kadar başarılı

olabileceği noktasında önemli soru işaretlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Özellikle 2008-2009 küresel ekonomik krizinin akabinde ABD başta olmak üzere birçok ülkede inanılmaz düzeyde gevşek para politikası uygulanmasına rağmen enflasyon oranlarının bir türlü istenilen düzeye çıkarılamaması bunun çok net bir göstergesi olmuştur. Yine son 12 yıllık sürecin büyük kısmında TCMB oldukça sıkı bir para politikası uygulamasına karşın enflasyon oranı yüzde 8 civarını eksene alan dar bir bantta dalgalanmış, enflasyonu bu seviyelerden daha aşağıya düşürmek mümkün olmamıştır. Üstelik göreceli olarak gevşek para politikası uygulanan dönemlerde de enflasyonda bir yükseliş yaşanmamıştır. Dünyada ve Türkiye’de yaşanan söz konusu tecrübe de merkez bankalarının politika faiz oranı yoluyla enflasyonu yönlendirebilme becerilerinin ciddi düzeyde sınırlı olabileceğini ortaya koymuştur. Bu yüzden TCMB, enflasyon oranlarını uzun vadeli trendine göre değerlendirmeye çalışmalıdır.

İkinci olarak TCMB politika faiz oranını sık bir şekilde değiştirmekten kaçınmalıdır. Politika faiz oranının enflasyon üzerindeki etkinliğinin sınırlarını bilen ve faiz düzeyinin reel ekonomi ve gelir dağılımı üzerindeki etkilerini de hesaba katan TCMB, enflasyon düzeyi ve reel ekonominin uzun vadeli seyrini göz önünde bulundurarak bir “uzun vadeli politika faiz oranı” belirlemeli ve ekonomide önemli bir değişim yaşanmadığı müddetçe bu politika faiz oranına bağlı kalmalıdır. Bu tutum ekonomideki belirsizlikleri de azaltacak ve bankaların risk kaynaklı maliyetlerini aşağı çekecektir.

İkinci hususun uzantısı olarak TCMB son yıllarda kullandığı faiz koridoru yaklaşımını gözden geçirmelidir. Bu yaklaşım kısa vadeli aşırı sermaye girişlerini kısıtlama ve kredi hacmindeki genişlemeyi kontrol altına alabilme noktasında kısmen faydalı olmakla birlikte, politika faiz oranını belirsizleştirme ve ekonomideki risk düzeyini artırma noktasında ekstra ekonomik dalgalanmaya neden olmaktadır. Bu

açından para politikasında sadeleşmeye gidilmeli ve tek bir politika faiz oranı kullanılmalıdır.

Üçüncü olarak TCMB teorik temellerden yoksun olan ve enflasyonu düşürme noktasında diğer rejimlere oranla daha başarılı olmayan fakat reel ekonomi üzerinde oldukça olumsuz etkileri olabilen enflasyon hedeflemesi rejiminin alternatiflerini düşünmelidir. Bu rejimin yerine TCMB politika faiz oranını uzun vadeli olarak oldukça düşük bir düzeye çekmelidir. Finansal kesimi yönlendirebilmek için ise akıllı finans politikası uygulamasını hayata geçirmelidir. Bu çerçevede bankaların kredi hacimlerini ve kredi kompozisyonlarını yakından takip etmeli, bankaların bu hususlarda istenilen çerçevede kalması veya arzulanam noktaya gelebilmesi için de çeşitli “kural bazlı” politikalar hayata geçirilmelidir. Bu bağlamda muhtelif kredi türlerinin düzeyleri ve büyüme oranları ekonominin genel durumuna göre TCMB tarafından yakından iz-

lenmeli, hükümetin uyguladığı ekonomi politikasıyla da uyumlu bir şekilde bankalar “havuç ve sopa” politikasıyla yönlendirilmelidir. Örneğin enflasyonist etki ortaya çıkarabileceği gerekçeyle tüketici kredilerindeki genişleme direkt olarak kuralla sınırlandırılabilir ve/veya daha maliyetli hale getirebilir. Yine üretken olmayan endüstrilere verilen krediler sınırlandırılıp üretken endüstrilere verilecek krediler teşvik edilebilir. Böylece TCMB, aynı zamanda bankacılık kesimi üzerindeki etkinliğini önemli düzeyde artırarak finansal istikrarı sağlama noktasında da önemli adımlar atmış olacaktır.

Sonuçta TCMB, basit bir şekilde enflasyon oranını belirli bir düzeyde tutmaya çalışan bir kurumdan, reel ekonomiyi finansal kanaldan çok çeşitli yollarla besleyebilecek ve geliştirebilecek oldukça sofistikte bir kurum haline gelebilir. Böylece TCMB finansal kesimin nakit sağlayıcısı değil orkestra şefi konumuna yükselebilir.

Günümüz dünyasında ülke ekonomilerinin ekseninde finansal sistem bulunurken, uygulanan para politikası da finansal sistem üzerinde derin bir etkiye sahiptir. Bu açıdan güvenilir bir ekonominin ön koşullarından birisi de sağlıklı bir şekilde işleyen finansal sistemdir. Bu analizin amacı Türkiye'nin 2000'li yıllarda uyguladığı para politikasını bu perspektiften eleştirel bir bakış açısıyla irdelemektir.

2000'li yıllarda uygulanan para politikasında fiyat istikrarına aşırı vurgu yapılmış, bu uğurda ekonomik büyüme, istihdam düzeyi ve gelir dağılımı gibi reel ekonomik değişkenler neredeyse tamamen göz ardı edilmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) özellikle 2002-2009 yılları arasında oldukça sıkı bir para politikası uygulamış, reel faiz oranları bu süreçte oldukça yüksek düzeylerde seyretmiştir. 2010 yılı sonu itibarıyla finansal istikrar hedefini de gözetmeye başlayan TCMB, politika araçlarını çeşitlendirmiş ve finansal istikrar hedefinde epey başarılı olmuştur. TCMB para politikasındaki sıkı duruşunu 2009'dan itibaren önemli ölçüde gevşetmiştir. 2010'lu yıllarda ise enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikasında sıkı duruşunu korumuştur. Bu sıkı duruş Türkiye'de ekonomik büyümenin yavaşladığı 2012-2016 döneminde ekonomi açısından zararlı olmuştur. Bu açıdan TCMB fiyat istikrarına aşırı vurgu yapılan enflasyon hedeflemesi rejimini bir kenara bırakarak daha dengeli bir tutum benimsemeli ve fiyat istikrarının yanı sıra ekonomik büyüme, istihdam düzeyi ve gelir dağılımı gibi reel ekonomik büyüklükleri de göz önünde bulundurmalıdır.



ANKARA • İSTANBUL • WASHINGTON D.C. • KAHİRE

www.setav.org