

Dış Kaynak Kullanımlı Türkiye Ekonomisinde Faiz Artırım Politikası ile Talebi/Enflasyonu Kontrol Etmenin Zorluğu: Çelişkili Bir Enflasyon Hedeflemesi

Doç. Dr. Cem Mehmet BAYDUR

Muğla Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, MUĞLA

ÖZET

Bu makalede Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) enflasyonla mücadele etmede faiz artırımı politikasının etkisiz olduğu Türkiye ekonomisinin yoğun dış kaynak bağımlılığı dikkate alınarak gösterilmektedir. Yüksek faiz politikası bilinenin aksine Türkiye'de toplam talebi arttırmaktadır. Gerek 2002-2005 yılları arası gerekse Mayıs-Haziran 2006'da TCMB tarafından izlenen faiz politikaları görünüşte farklı olsalar bile, yarattığı yüksek reel faizle Türkiye'ye dış kaynak sürekliliğini sağlayan politikalar olmaları itibarıyla sonuçta benzerdir. Yüksek faiz ile sağlanan dış kaynak girişi hem kurları bastırarak enflasyonun düşmesine hem de büyümenin yüksek hızlarda sürdürülmesini sağlamaktadır. Ancak bu politikanın bozulan ödemeler dengesi, şoklara karşı hassas bir ekonomik yapı gibi bazı olumsuz tarafları da bulunmaktadır. Türkiye ekonomisinin dış kaynak bağımlılığı belirleyen şartlar değişmediği sürece 2002-2005 dönemi ile Mayıs 2006'dan sonraki dönemde TCMB'nin izlediği faiz politikası dikkate alındığında enflasyonla mücadele etmede başarılı olamayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Enflasyon Hedeflemesi, Reel Faiz, Toplam Talep, Sermaye Akımları

Rising Interest Rate Policy with Struggle of Inflation Targeting by Outsourcing in Turkey Economy: Conflict Inflation Targeting

ABSTRACT

Considering the excessive dependence of Turkish economy on foreign resources, this study shows that the high interest rate policy of the Central Bank of Republic of Turkey (CBRT) oriented towards disinflation is inefficient. In contrast to the policy expectations, the high interest rate policy increases the aggregate demand in Turkey. Even though the interest rate policies implemented by the CBRT during 2002-2005 and May-June 2006 seem to be different, they are all similar all in the way that they ensure the continuity of the flows of foreign capital to Turkey through higher returns on capital. The foreign resources that are obtained through high interest rates bring about both a lower inflation by putting pressure on exchange rates and sustainable high growth rates. On the other hand, this policy embodies some drawbacks such as a distorted balance of payments and a fragile economic structure. Given the interest rate policy in the periods of 2002-2005 and after May 2006, this study concludes that the CBRT will not be successful in fighting inflation so long as the current condition of the dependence of the Turkish economy on foreign resources does not change.

Key Words: Inflation Targeting, Real Interest-Rate, Aggregate Demand, Capital Flows

Giriş

Türkiye ekonomisinin kendine özgü yapısal özellikleri temel makro fiyatlar ile ilgili çıkarımları dikkatli bir şekilde yapılmasını gerektirir. Bu özellikleri dikkate almadan standart politika araçlarının kullanılması istenilen sonuçlardan ziyade istenilmeyen sonuçlar yaratmaktadır. Türkiye ekonomisinin yapısı nedeniyle seçilen iktisat politikası aracının temel amacı yanında yaratacağı

dolaylı etkileri dolayısıyla çok farklı sonuçların ortaya çıkabilmesine neden olabilir. TCMB ülkede artan bir dış kaynak kullanımını dikkate almadığı sürece faizleri yükselterek toplam talebi bastıramaz. Tam tersine dış kaynağa bağımlı bir ekonomide yüksek faiz daha yüksek bir talep düzeyine neden olabilir. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinin bu yapısını dikkate almadan faizi enflasyonla mücadelede bir para politika aracı olarak standart tarzda kullanmak hatalı olacaktır. Örneğin TCMB enflasyon hedeflemesi stratejisi ile enflasyonu kontrol altına almaya çalışmaktadır. Temel silahı da faizdir (veya gecelik faizlerdir). Enflasyonun hedeften sapması, beklentilerin bozulması, şoklar v.b. unsurların fiyatlara yansımaları önlemek için TCMB faizleri arttırarak sıkı para politikası izlemektedir. Sıkı para politikası ile toplam talebin baskılanacağı beklenmektedir. Bizim bu çalışmadaki tezimiz ekonominin dış kaynak bağımlılığı gibi temel bir özelliği dikkate alınmadığı sürece faizlerdeki dolayısıyla cari reel faizlerdeki artışın toplam talebi baskılayamayacağı tam tersine arttıracığıdır. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinin kendisine özgü bu yapısı standart politikalar dışında davranmamız gerektiğini iktisatçıların ve politikacıların önüne koymaktadır. Çalışma üç bölüme ayrılmıştır. İlk bölümde reel faiz, dış kaynak ve toplam talep arasındaki ilişki ele alınmıştır. İkinci bölümde enflasyon hedeflemesi tanımlanmış, bu tanımlamanın ışığı altında faiz politikasının nasıl uygulandığı gösterilmiştir. Son bölümde TCMB'nin faiz politikasının enflasyon hedeflemesi açısından yarattığı sonuçlar 2002-2005 ve 2006 Mayıs sonrası olmak üzere iki dönem için ortaya konulmaya çalışılmıştır.

I. Milli Gelir ve Dış Kaynak İhtiyacı

Ekonomide finansal piyasalar ile reel sektör arasındaki ilişkiler bütçe kısıtları yardımı ile incelenebilir. Böyle bir inceleme, bir ekonominin finansman yapısını ve buna katılan aktörlerin birbiri ile olan bağlantısını anlamak açısından da faydalı olacaktır. İncelenen bu kısıtlar yani harcama kaynak yapıları ile dış kaynak kullanımının nedeni ve olası sonuçları da ortaya konulabilecektir. Burada ele alınacak kısıtlar, sırasıyla, kamu ve özel sektör bütçe kısıtı, ödemeler dengesi kısıtı, para arzı kısıtı ve milli gelir kısıtı olmak üzere beş tanedir. Bu kısıtlar yardımıyla ekonominin dengesini tanımlayan yatırım-tasarruf dengesi açık bir ekonomi için tanımlanabilir. Bu kısımda dış kaynak ihtiyacının neden ortaya çıktığı denklemler yardımıyla gösterilecektir. Buradaki denklemler Ajenor 2000'den alınmıştır.

Milli gelir, harcama ve kullanım açısından aşağıdaki 1 nolu denklemdeki gibi tanımlanabilir: Y milli geliri, I yatırımı, J ithalatı, X ihracatı ve C de tüketimi ifade etmektedir.

$$Y = C + I + X - J \quad (1); \quad Y + J - X = C + I = A \quad (2)$$

2 nolu eşitlik, toplam mal arzının, net ithalat da dahil olmak üzere tamamının yurt içi tüketim ve yatırım harcamaları tarafından (C+I toplamına A) emildiğini göstermektedir. Net ithalat aynı zamanda ülkede yatırım harcamalarından daha küçük bir tasarruf yapıldığını da göstermektedir. Ekonomi, kaynaklarından büyük harcama yaptığı için dış tasarruf kullanmak veya tasarruflarını arttırmak zorundadır. S tasarrufu, L kredileri, FB dış borçlanmayı, R

rezervleri, p alt indisi özel sektörü, g alt indisi hükümeti, b alt indisi bankaları ve Δ da değişimi göstermektedir.

$$1. (S_p - I_p) + (S_g - I_g) + (\Delta L_{pb} + \Delta L_{gb}) + (\Delta FB_p + \Delta FB_g) = \Delta L + \Delta R^* \quad (3)$$

3 nolu denklem, bir ekonomide meydana gelecek her türlü negatif tasarrufun bir şekilde iç piyasalardan, bunun yetmediği yerde de dış piyasalardan karşılanmak zorunda olduğunu göstermektedir. Bu denklem daha basit şekilde ifade edilebilir.

$$(S_p - I_p) + (S_g - I_g) + (\Delta FB - \Delta R^*) = 0 \quad (4)$$

4 nolu denkleme göre eğer ekonomide Walras yasası geçerli ise, mal piyasasında bir talep fazlası olması durumunda, yani toplam harcamalar toplam kaynaklardan büyük ise ($I > S$) net sermaye girişi pozitif olmak zorundadır: yani net sermaye girişidir $\Delta F - \Delta R^* > 0$. Burada $\Delta F = \Delta FB_p + \Delta FB_g$ kamu ve özel sektörün net dış kaynak kullanımı iken ΔR^* rezervlerdeki net değişimdir. Bu denklemler göstermektedir ki; Ekonomideki toplam para miktarı yani talep dış kaynak girişine bağlıdır.

4 nolu denklemi daha basit bir formatta yeniden ifade edilirse aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$(I_p - S_p) + (I_g - S_g) = (\Delta FB - \Delta R^*) \quad (5)$$

5 nolu denklemin solundaki kamu ve özel sektörün kendi tasarruflarını aşan yatırım harcamalarının tamamına $(I_p - S_p) + (I_g - S_g) = \Delta I$ denilirse, bu toplam yatırım artışı dış kaynakla finanse edilmektedir.

$$\Delta I = (\Delta FB - \Delta R^*) \quad (6)$$

Ekonomideki talep artışını 2 nolu denklemden faydalanarak basit bir denklemle aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$\Delta Y = k\Delta I + k\Delta C = k(\Delta FB - \Delta R^*) + k\Delta C \quad (7)$$

k çarpanı ifade etmekte ve bir sabittir. $1 > k > 0$ arasında bir değere sahiptir.

Bir piyasa ekonomisi yeterli kaynak yaratamadığında dış kaynak kullanmak zorundadır. Ekonomiye dış kaynak girişini sağlayan temel unsur sermayenin getirisi olan reel faizdir. Dış kaynak girişi reel faizin bir fonksiyonu olarak kabul edilirse, 6 nolu denkleme göre toplam yatırım artışı reel faizin (r) artan fonksiyonudur.

$$(\Delta FB - \Delta R^*) = f(\Delta r); \quad f'(\Delta r) > 0 \quad (8)$$

8 nolu denklem 7 nolu denkleme yerleştirildiğinde ekonomideki toplam talepteki artış ile reel faiz arasında doğru yönlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Bunun görülebilmesi için 7 nolu denklemin 8 nolu denklemdeki tanımlamanın ışığında zincir türevinin alınması yeterlidir. 7 nolu denklemdeki diğer harcamaları gösteren ΔC faize ve diğer dışsal etkenlere karşı duyarlı olmadığı varsayılmıştır.

Çünkü tüketim artışları uyarılmış harcamalar olduğundan bu varsayım makul karşılanmalıdır.

$$\frac{\Delta Y}{\Delta r} = \frac{\Delta Y}{\Delta I} \cdot \frac{\Delta I}{\Delta r} = k \cdot f'(\Delta r) > 0 \quad (9); \quad 0 < k < 1 \quad \text{ve} \quad f'(\Delta r) > 0$$

9 nolu denklemdeki $\frac{\Delta Y}{\Delta r}$ ifadesinin işaretinin pozitif olması reel faizdeki

artışın toplam talebi arttırdığı anlamına gelmektedir. Dış kaynak kullanımının yoğun olduğu bir ekonomide reel faizdeki artış, yatırım talebini arttırarak toplam iç talebin artmasına neden olacaktır. Bu tür bir talep yapısı enflasyonla mücadele açısından ilginç sonuçlar yaratacaktır. Özellikle enflasyon hedeflemesinde temel politika aracı olan faizlerin kullanımı önemli ölçüde değişmektedir. Bu değişimi göstermek için enflasyon hedeflemesinin ne olup olmadığı faizle olan bağlantısını incelemek gerekmektedir.

II. Enflasyon Hedeflemesi ve Toplam Talep

Enflasyon hedeflemesinin ne olduğu koşullarına bağlı olarak ortaya konulabilir. Bu koşullar; 1-Enflasyon hedeflemesi sayısaldır. Enflasyon hedeflemesi nokta ya da belli bir fiyat artış oranına göre yapılabilir. Enflasyon hedeflemesi spesifik bir indeksi hedef alır. Enflasyon hedeflemesinde asıl olan enflasyonun kendisidir. Diğer amaçlar ikincildir; diğer nominal çapalar kullanılmaz. 2- Merkez bankasının karar süreci enflasyon tahminlerine veya diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerine dayanmaktadır. Bu anlamda merkez bankasının enflasyon hedefi enflasyon tahminlerine göre belirlenmektedir. Enflasyon tahminine göre şekillendirilen enflasyon hedefine merkez bankası ulaşabilmek için para politikası araçlarını kullanmaktadır. Merkez bankasının temel politika aracıda kısa dönemli faizdir. Enflasyon hedeflemesi altında para politikası aşağıdaki yalınlıkla tanımlanabilir.

$$E_t(\pi_{t+j}, I_t) = \pi^T \quad (10)$$

$E_t(\pi_{t+j})$ t dönemindeki bilgiyi kullanarak t+j dönemindeki enflasyon tahminini (rasyonel beklentiler altında bu tahmin özel sektörün enflasyon beklentisinden başka bir şey değildir), I_t koşullu faiz politikasını, π^T enflasyon hedefini göstermektedir. Bu tanıma göre enflasyon hedeflemesi, para politikasını j dönemine ilişkin enflasyon tahminleri ile hedeflenen enflasyonu faiz politikası ile uyumlu hale getirme işi olarak tanımlanabilir veya enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının j dönemine ilişkin diğer iktisadi birimlerin beklentileri ile enflasyon hedefini faiz politikası ile uyumlu hale getirme işidir (Svensson, 2005; 1999). Ekonomide iki dönemin (0,1) olduğunu varsayılarak 10 nolu denklem aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$E_0(\pi_1, I_0) = \pi^T \quad (11)$$

Faiz ve sermaye girişi arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için reel faizi belirlemek gerekmektedir.

$$r_0 = \frac{1 + i_0}{1 + \pi_0^e} - 1$$

π^e enflasyon beklentilerini göstermektedir. Modele ekletik (ad hoc) bir varsayım ile t=0 döneminde iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerinde bir bozulmanın olduğu, bu bozulmaya ve enflasyonu engel olmak için merkez bankasının faiz silahını kullandığı varsayılınsın. Faiz silahının kullanım kuralı aşağıdaki gibidir.

$$\Delta i > \Delta \pi^e \quad (12)$$

12 nolu denkleme göre merkez bankası faizleri enflasyon beklentilerindeki bozulmadan daha hızlı şekilde arttırmaktadır (Taylor, 1982; McCallum and Nelson, 1999; Kozicki, 1999). İktisadi birimler rasyonel olduklarından beklentilerini merkez bankasının enflasyon hedefine uyduracaklardır. $\pi^e = \pi^T$. Bu tür faiz politikasının sonucu reel faizin yükselmesi olacaktır. 12 nolu denklemdaki politik tanımlaması 13 nolu denkleme uygulandığında $\Delta r > 0$ olduğu, yani reel faizin arttığı rahatlıkla görülebilir.

$$r_0 + \Delta r = \frac{1 + (i_0 + \Delta i)}{1 + (\pi_0^e + \Delta \pi^e)} - 1 \quad (13)$$

Bu şartlar altında merkez bankası t=1 dönemindeki enflasyon hedefini tutturabilir mi? Cevap hayır olacaktır. Artan reel faizler 9 nolu denkleme göre daha fazla dış kaynağın gelmesine neden olacaktır. Bu da toplam talebi t=1 döneminde arttıracaktır. Dış kaynak açığı olan bir ülkede yükselen faizler nedeniyle toplam talepteki artış merkez bankasının enflasyonla mücadelesini zorlaştıracaktır.

III. 2002-2006 Döneminde Faiz Politikası ve Toplam Talep

Dış kaynağa ihtiyacı olan Türkiye’de yüksek reel faizler ile toplam talep arasındaki ilişkinin ampirik olarak incelenmesi yukarıda ortaya konulan teorik çerçevenin daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır. Tablo 1’deki veriler 5 ve 6 nolu denkleme bakılarak yorumlanırsa Türkiye ekonomisi 2002-2006 döneminde giderek artan ölçüde dış kaynak kullanmıştır. Tablo 1’deki ödemeler dengesi ve finans hesaplarına bakıldığında, özellikle 2004’den sonra dış kaynak girişi (finans hesabı) ödemeler dengesinin ihtiyaç duyduğu miktarın üzerinde olmuştur. Dış kaynak girişi 2002 yılında 1 milyar ABD Dolarından biraz fazla iken, 2003 yılında 7 milyar ABD Dolarını, 2003 yılında 17 milyar ABD Dolarını aşmıştır. 2005 yılında 45 milyar ABD Dolarına ulaşan dış kaynak girişi, 2006 yılının ilk altı ayı içinde 26 milyar ABD Doları olmuştur. Tablo 1’de dikkat çeken bir diğer unsur da cari açığın finansmanını kamudan ziyade özel sektör yapmasıdır. Türkiye ekonomisinin en belirgin özelliği gerek özel sektör gerekse kamu sektörünün yoğun dış kaynak ihtiyacıdır (Baydur, 2001, 2006-a). Dış kaynak kullanımı ne kadar maliyetli olursa olsun gelişen bir ekonomi olan Türkiye ekonomisindeki karlar çoğu zaman ABD, Avrupa ve Japonya’ya göre daha yüksektir. Gerek yabancı yatırımcıların gerekse yerli yatırımcıların çeşitli riskleri olsa bile yüksek kazançlardan dolayı dış kaynak kullanım eğilimleri yüksektir

(İnsel ve Sungur, 2003). Türkiye'deki imalat sanayindeki firmaların kullandığı kredilerin yarısından fazlası yabancı para cinsindedir (TCMB, 2006-Haziran). Benzer bir çıkarım tüketiciler içinde yapılabilir. Tüketicilerin pozitif yüksek zaman tercihleri kaynak ihtiyacını arttıran bir faktördür¹. Hane halklarının yükümlülüklerinin harcanabilir gelire oranı 2002 yılında % 4,7 iken 2005 yılında % 20,6'ya ulaşması pozitif zaman tercihinin güzel bir göstergesidir (TCMB, 2006-Haziran). Tablo 2'deki reel faizlerle artan hane halkı yükümlülükleri bir araya getirildiğinde, teorik bölümdeki tüketim harcamalarının faize karşı duyarlı olmadığı varsayımını da destekler niteliktedir. Bütün bu verilerin ortaya koyduğu Türkiye'de tasarrufların azaldığıdır. 2003 yılında özel kesimin tasarruf oranı %26'dan 2006'da % 20'lere² kadar düşmesi de dış kaynak ihtiyacının ne kadar hızlı arttığının bir göstergesidir (TCMB, 2006-Haziran).

Tablo 1: Ödemeler Dengesinin Finansmanı

| Milyon ABD Doları | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006* |
|-------------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| A-CARİ İŞLEMLER DENGESİ | -1524 | -8036 | -15604 | -23235 | -18655 |
| C-FİNANS HESABI | 1194 | 7192 | 17678 | 43975 | 26154 |
| C-8-Yurt dışında Doğrudan Yatırım | -175 | -499 | -859 | -1078 | -6 |
| C-9-Yurt içinde Doğrudan Yatırım | 1137 | 1752 | 2837 | 9667 | 8828 |
| C-10-Portföy Hesabi-Varlıklar | -2096 | -1386 | -1388 | -1233 | -443 |
| C-11-Portföy Hesabi-Yükümlülükler | 1503 | 3851 | 9411 | 14670 | -534 |
| C-111-Hisse Senetleri | -16 | 905 | 1427 | 5669 | 1008 |
| C-112-Borç Senetleri | 1519 | 2946 | 7984 | 9001 | -1542 |
| C-12-Diğer Yatırımlar-Varlıklar | -777 | -986 | -6955 | 250 | -2998 |
| C-121-Merkez Bankası | -30 | -28 | -24 | -16 | -1 |
| C-122-Genel Hükümet | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| C-123-Bankalar | 643 | 348 | -5324 | -158 | -2562 |
| C-124-Diğer Sektörler | -1390 | -1306 | -1607 | 424 | -436 |
| C-13-Diğer Yatırımlar-Yükümlülükler | 1602 | 4460 | 14632 | 21699 | 21307 |
| C-131-Merkez Bankası | 1336 | 497 | -209 | -787 | -480 |
| C-132-Genel Hükümet | -669 | -2194 | -1163 | -2165 | -386 |
| C-133-Bankalar | -2016 | 2846 | 6564 | 10523 | 7685 |
| C-134-Diğer Sektörler | 2951 | 3311 | 9440 | 14128 | 14488 |
| GSMH (1987 Fiyatları ile) % | 7.9 | 5.8 | 9.8 | 7.6 | - |

KAYNAK: www.tcmb.gov.tr, *Haziran 2006'ya kadar olan dönem.

¹ $U = U(C_1, C_2)$ Bir tüketicinin iki dönemden oluşan dinamik bir zamanlar arası fayda fonksiyonu olsun.

Tüketici birinci dönem tüketim harcamalarını azalttığında ($-\Delta C_1$) aynı fayda düzeyinde kalabilmek için

ikinci dönem tüketim harcamalarında isteyeceği artış (ΔC_2) tutarının birbirine oranlanması ile zamanlar arası

marjinal ikame oranı ($TMRS = -\frac{\Delta C_2}{\Delta C_1}$) elde edilir. Bugün tüketmek keyifli, tüketimi ertelemek ise ızdırıp

vericidir. Bir tüketicinin bugünkü tüketimden vazgeçeceği her YTL için gelecekte talep edeceği YTL miktarı daha fazladır. Dolayısıyla $TMRS > 1$ 'dir. Pozitif bir zaman tercihi de bir tüketicinin 1 YTL ödünç vermek veya borç almak karşısında isteyeceği veya ödemeye razı olduğu fazla ödeme tutarıdır. Kısacası Zaman Tercihi= $TMRS > 1$ 'dir.

² TCMB tahminidir.

Dış kaynak girişi bu makalede reel faizin artan bir fonksiyonu olarak kabul edildiğinden Merkez Bankasının izlediği faiz politikasının reel faizi nasıl etkilediğini de bakmakta yarar vardır. Tablo 2 'de Türkiye'de 2002-2006 dönemi için reel faiz ve dış kaynak girişi özetlenmektedir.

Tablo 2: Faiz Politikası ve TL'nin Reel Getirileri

| Yıllar | OIN Faiz | Hedeflenen Enflasyon | Gerçekleşen Enflasyon | Beklenen Reel Getiri (Reel Faiz) | Gerçekleşen Reel Getiri (Reel Faiz) | Sermaye Girişi** |
|--------|----------|----------------------|-----------------------|----------------------------------|-------------------------------------|------------------|
| 2002 | 49 | 35 | 29.7 | 10.37 | 14.88 | 1.194 |
| 2003 | 36 | 20 | 18.4 | 13 | 14.86 | 7.192 |
| 2004 | 21 | 12 | 9.3 | 8 | 10.70 | 17.678 |
| 2005 | 14 | 8 | 7.7 | 5.55 | 5.85 | 43.975 |
| 2006* | 17.25 | 5 | 8.32 | - | 11.64 | 26.154 |

KAYNAK: www.tcmb.gov.tr, *Haziran 2006'ya kadar olan dönem, ** Milyar Dolar

Tablo 2'ye bakıldığı zaman oldukça yüksek reel faizler düşse de Türkiye'deki reel faiz dünyadaki en yüksek reel faizlerden biri olma vasfını devam ettirmektedir. 2002-2006 yılları arasında dış konjüktüre bakıldığında dünyada önemli bir likidite bolluğu dikkati çekmektedir. 2002 ve 2006 arasında Türkiye'deki yüksek reel faiz yabancı sermayenin ülkeye girmesini cezp etmiştir. Bu ilişkiye sıcak para denilmektedir. TCMB izlediği yüksek faiz politikası ile Türkiye ekonomisini sıcak parayı teslim ettiği öne sürülerek eleştirilmektedir (Baydur, 2006-b) Bunun karşısında ise, TCMB faizin çok yüksek olmadığını, beklentilerin yeterince değişmediğini, kamu borçları ve yapısal problemlerden dolayı riskin azalmadığı, dolayısıyla uyguladığı yüksek faiz politikasının doğru olduğunu öne sürmektedir.

2002 yılında örtük olarak 2005'den itibaren de açık olarak enflasyonu hedefleyen TCMB iktisadi birimlerin beklentilerini dolayısıyla enflasyonu kontrol etmek için faizleri kullanmaktadır. 2002-2005 arası dönemde gerek dünyadaki konjonktür gerekse Türkiye'deki makro ekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler sayesinde TCMB faizleri düşürmüştür. Ancak TCMB faizleri enflasyon beklentilerine göre daha yavaş bir şekilde düşürmüştür (Baydur, 2006-b). TCMB'nin bu şekilde bir politika izlemesinin temel nedeni reel faizlerin düşmesi durumunda, enflasyonun yükseleceği kaygısıdır. 2002-2005 döneminde TCMB nominal faizleri beklentilere göre daha yavaş düşürdüğünden beklenen ve gerçekleşen reel getiri/faizi arttırmıştır (bakınız 11 ve 12 nolu denklemleri). Tablo 2'de Türkiye ekonomisinin katlandığı en düşük reel faizler verilmektedir. İç borçlanma faizleri bu faizlerin hemen hemen iki katıdır. Tablo 1'de de görüldüğü üzere yüksek reel faiz önemli ölçüde dış kaynağı Türkiye'ye akıtmıştır. Giren yabancı kaynak içinde doğrudan yabancı yatırımların payı zamanla artsa bile önemli ölçüde sıcak para yani kısa vadeli kaynak Türkiye'ye girmiştir. Sonuçta TCMB izlediği faiz politikası ile önemli ölçüde dış kaynağın Türkiye'ye girmesine neden olmuştur.

Yüksek reel faiz ile finansman sürecinin TL (YTL) üzerinde bir takım etkileri vardır. Gerekse yabancı girdi kullanımının yoğunluğu gerekse bunun finansmanının dış kaynak yapıldığı dikkate alındığında, yoğun dış kaynak girişi TL (YTL)'yi değerlendirerek TCMB'nin enflasyonu düşürme amacına hizmet etmiştir. Ancak bu politika, 2002-2005 yılları arasında enflasyonla mücadelede ciddi kazanımlar sağlanmış olmasına rağmen, bazı olumsuzlukları da beraberinde getirmiştir. TCMB'nin faiz politikasının üç olumsuz sonucundan birincisi artan dış dengesizlik, ikincisi ekonominin dış şoklara daha hassas hale gelmesi son olarak da yoğun bir dış kaynak girişi sonucu canlı bir iç talep ve içe dönük büyüme sürecinin enflasyonla mücadeleyi zorlaştırmasıdır. 2005'in sonlarında 2006 yılının ilk aylarında fiyatlarda meydana gelen katılaşma bu durumun bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

2006 Mayıs ayı itibariyle dış konjonktürün bozulması, ABD ve Japon Merkez Bankalarının faiz artırımları veya arttırma beklentileri, uluslar arası finans piyasalarında Türkiye'nin çekiciliğini azaltmıştır. Bunun yanında ham madde fiyatlarındaki artış TCMB'nin enflasyonla mücadelesini önemli ölçüde zorlaştırmıştır. Türkiye ekonomisi ile ilgili beklentilerin 2006 Mayıs ayında olumsuzlaşması ile yaşanan kaynak çıkışı YTL'nin ciddi ölçüde (% 30) değer kaybetmesine neden olmuştur. Söz konusu değer kaybı yabancı girdi kullanımının yüksek olduğu bir ekonomide enflasyon ve beklentilerinin de artmasına sebep olmuştur. Enflasyon beklentileri yılsonu hedefi olan % 5'in çok üzerine çıkarak % 10'lara ulaşmıştır (2006 Enflasyon Raporu-III). Artan enflasyon ve bozulan enflasyon beklentileri sonucunda TCMB %13'lere kadar düşmüş olan gecelik O/N faizleri % 26 kadar yükselterek, reel faizleri arttırmıştır (tekrar 11 ve 12 nolu denklemleri bakınız). TCMB sadece faizleri yükseltmekle kalmamış dış kaynağın getirisini yükseltebilmek için yani dış kaynak girişini garantiye alabilmek için döviz satmış ve piyasadan depo ihalelere YTL çekmiştir. Bütün bu çabaların sonucu kurun değerlenmesidir. İzlenen bu politika için bir değerlendirme yapmak gerekirse, yüksek faiz politikası bir taraftan enflasyonu düşürmeyi diğer taraftan da büyümenin devamını sağlamaya çalışmıştır. TCMB 2006 Mayıs ayı itibarıyla faiz politikası, kısa vadeli sermaye için cazip şartlar yaratarak enflasyon hedefleme programını kurtarmaya dönük olarak uygulanmıştır denilebilir.

2006 Ağustos ayı itibariyle dış finans piyasalarındaki beklentiler tekrar olumluya dönmüştür. ABD'nin faizleri arttırmaması dış finans konjonktürün Türkiye için tekrar olumluya dönmesi, TCMB'nin faizleri arttırıp YTL'nin değer kazanmasına dönük politikaları yabancı kaynağın yönünün tekrar Türkiye'ye çevrilmesine neden olmuştur. Bu nedenle yılsonu enflasyonun beklentilerden sapması daha düşük olacaktır. 2006 Haziran ayı itibari ile %8'lere düşen reel getiri TCMB'nin aldığı tedbirler ile büyük ihtimalle yılsonunda beklenen getiriye eşit veya daha büyük olabilecektir.

Gerek 2002-2006 Mayıs dönemi gerekse 2006 Mayıs sonrası dönemde izlenen faiz politikasının yönü bir birine zıt olsa bile ortak bir sonucu vardır. Bu sonuç reel faizleri yüksek tutmaktır (Baydur, 2006-b). Yüksek reel faizler bankaların ve özel sektörün çok rahat dışarıdan kredi bulabilmesine neden

olmuştur. Tablo 1 ve 2'deki rakamlar bu durumu ifade etmektedir. Tablo 1 ve 2'de de görüldüğü üzere önemli ölçüde yabancı sermaye doğrudan girse bile, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy hareketleri ve diğer yatırımlar (özel sektör ve bankaların aldığı krediler) 2002-2006 döneminde sürekli artmıştır. Giren dış kaynakla Türkiye'deki harcamalar finanse edildiğine göre toplam talep artacaktır. Yüksek reel faiz Türkiye'de toplam talebi arttırmakta, kuru değerlendirmekte, kısa dönemde enflasyonu olumlu katkı yaparak ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Ancak iç talebin canlı olması nedeniyle ortaya çıkan fiyat katılıkları dolayısıyla enflasyonla mücadelenin zorlaşması, artan ödemeler dengesizliği, ekonomik yapıyı hassaslaştırarak şu veya bu şokla ekonomiyi krize girmeye mahkum etmektedir. Bütün bunların sebebi ise TCMB'nin Türkiye ekonomisinin toplam talep ilgili yukarıdaki yapısal özelliğini dikkate almadan izlediği yüksek faiz politikasıdır.

Sonuç

Türkiye'de TCMB'nin 2002-2005 ve Mayıs 2006 sonrası izlediği yüksek faiz politikası negatif tasarruflarla birleştiğinde yoğun bir kaynak girişine neden olmuştur. Bu tür yüksek faiz politikası izlenmesini haklılaştıran birçok neden ortaya konulabilir. Örneğin risk algılamasının Türkiye için yeterince düşmediği ileri sürülebilir. Ancak beklentilere göre nominal faiz politikasındaki uyumsuzluk Türkiye'de reel faizlerin yükselmesine neden olmuş, önemli ölçüde dış kaynağı Türkiye'ye çekmiştir. İzlenen yüksek faiz politikası ile hem enflasyon düşmüş hem de büyüme için gerekli kaynak sağlanmıştır. Yüksek faiz politikası ile yoğun dış kaynak girişi kurların baskılanmasına neden olarak enflasyonu kısa dönemde düşürse bile canlı bir iç talep yaratarak fiyatların katılaşmasına neden olmaktadır. Kurların değerlendirilmesinin önemli ölçüde katkı yaptığı ödemeler dengesindeki bozulma Türkiye ekonomisini şoklara daha açık bir hale getirmektedir. Türkiye'de dış açık sorununa duyarlı hale gelen beklentiler herhangi bir şok ile bozulabilmektedir. TCMB beklentilerdeki bozulma karşısında reel faizleri nominal faizleri arttırarak yükseltmesi Türkiye'de toplam talebi baskılayacağı yerde arttırmaktadır. TCMB dış kaynak girişi nedeniyle değerlendirilen YTL (TL) yüzünden göreceli olarak düşen enflasyon ile kısa vadede rahatlasa bile uzun vade de enflasyon hedefine ulaşmayı zorlaştıracak olumsuzlukların (en başta geleni bozulan ödemeler dengesi, krizlere hassas bir ekonomik yapı) ortaya çıkmasını da neden olmaktadır.

TCMB'nin faiz politikası 2002-Ağustos 2006 faiz politikası, 2002-2005 döneminde nominal faizleri beklentilere göre daha yavaş düşürme, Mayıs 2006'dan sonra beklentilere göre daha hızlı nominal faizleri yükseltme yönünde olmuştur. Para politikası açısından 2002-2005 bir dönem, 2006 sonrası da farklı bir dönem olarak kabul edilirse, her iki dönemin ortak noktası TCMB'nin yüksek reel faiz politikası izlemesidir. Yüksek reel faiz politikası dış kaynak ihtiyacı ile bütünleştiğinde Türkiye toplam talep artmaktadır. Ancak bu politika enflasyonla mücadele açısından uzun dönemde sürdürülebilir değildir. TCMB Türkiye'de toplam talebi baskılamak istiyorsa reel faizleri düşürmek zorundadır. Söz konusu

hipotez uygulanan politikalara ters bir politik çıkarsama oluştursa da Türkiye ekonomisi için rasyonel bir ekonomik politika önerisidir.

KAYNAKÇA

- Agenor, Pierre-Richard, (2000), *The Economics of Adjustment and Growth*, Academic Pres, New York.
- Baydur, Cem Mehmet, (2001), Kamu Borç Stokunun Artışında Yüksek Reel Faizlerin ve Bankacılık Sektöründeki Oligopolcü Yapının Rolü, *İstanbul Üniversitesi Sos. Bil. Ens. Yayınlanmamış Doktora Tezi*.
- Baydur, Cem Mehmet, (2006-a), “*Turkish Style Capital Accumulation: The Period Of 1985-2004*”, Forthcoming
- Baydur, Cem Mehmet, (2006-b), “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Politikası: Doğru mu ? Yanlış mı?”, *Ekonomik Yorumlar*, Sayı: 506.
- Kozicki, Sharo, (1999), “How Useful Are Taylor Rules for Monetary Policy”, <http://www.kc.frb.org>, (12-10-2006)
- İnsel, Aysu ve Nesrin Sungur, (2003), “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği -1989:III-1999” , <http://www.tek.org.tr/toplantı.php>, (10-10-2006) .
- McCallum, Bennett, Edward Nelson, (1999), “Performance of Operational Policy Rules in an Estimated Semiclassical Structural”, Ed: John B. Taylor, *Monetary Policy Rule*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Svensson, Lars, (1999), “Inflation Targeting as a Monetary policy Rule”, *Journal of Monetary Economics*, (43).
- Sevensson, Lars, (2005), “ Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting”, <http://www.princeton.edu/~svensson/#OITFD>, (1-11-2006)
- Taylor, B., John, (1982), “Establishing Credibility: A Rational Expectations Viewpoint”, *The American Economic Review*,(72).
- TCMB, 2006-III, *Enflasyon Raporu*.
- TCMB, 2006-Haziran, *Finansal İstikrar Raporu*.