

Türkiye'nin Enflasyon Tercihleri*

Refet S. Gürkaynak

Bilkent Üniversitesi, CEPR, CFS & CESifo
refet@bilkent.edu.tr

Burçin Kısacıkoğlu

Bilkent Üniversitesi
bkisacikoglu@bilkent.edu.tr

Sang Seok Lee

Bilkent Üniversitesi & CEPR
sang.lee@bilkent.edu.tr

Alp Şimşek

Yale Üniversitesi, CEPR & NBER
alp.simsek@yale.edu

Özet

Türkiye'de enflasyon, 2001 sonrasında kısıtlı bir dönem hariç 30 yıldan uzun zamandır büyük bir sorun. Bu sorunu anlamak için önce enflasyonu belirleyen faktörleri teknik dile girmeden anlatarak genel bir teorik çerçeve sunuyoruz. Bu çerçeve enflasyon kontrolü için özellikle talep ve beklentilerin kontrolünün elzem olduğunu, Merkez Bankası'nın bu işi yapabilmesi için üzerinde başka yönlere baskı olmaması gerektiğini söylüyor. Bu baskının maliye politikası, finansal istikrar ya da siyasi baskı olabileceğini vurgulayarak değişik alt dönemlerde değişik baskıların Merkez Bankası'nın elini bağlayıp enflasyonu yükselttiğini, bu baskıların olmadığı dönemde ise parasal otoritenin enflasyonu kontrol edebildiğini gösteriyoruz. Bu anlatı Türkiye'de enflasyonun dışsal olarak ülkenin başına gelen bir şey olmadığını, iktisat politikası tercihlerinin doğrudan sonucu olduğunu göstererek enflasyonda kalıcı bir düşüşün mümkün olduğunu ancak bu işin sadece Merkez Bankası eliyle yapılamayacağını ortaya koyuyor.

25 Ekim 2022

* Bu makale dört yazarın eşit ve ortak katkılarına yansımaktadır. Yazarlar araştırma destekleri için Bilkent Üniversitesi İktisat Bölümü öğrencileri Ali Arıkan, Mahmut İpek ve Senem Turan ile makaleyi yazmaya teşvikleri için Asaf Savaş Akat ve Seyfettin Gürsel'e teşekkür ederler.

Türkiye'nin Enflasyon Tercihleri

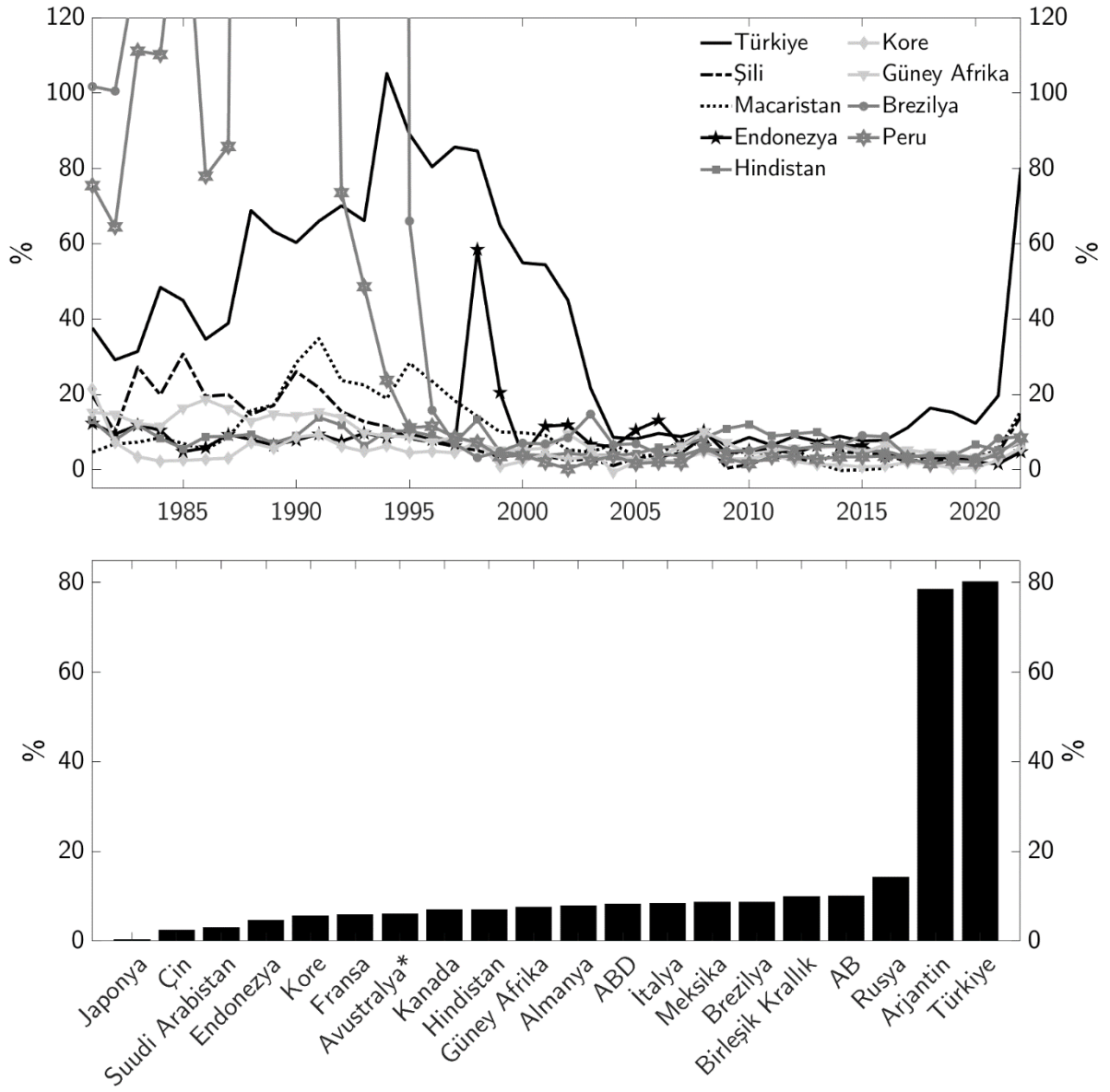
Refet S. Gürkaynak, Burçin Kısacıkoğlu, Sang Seok Lee, Alp Şimşek

Giriş

Enflasyon Türkiye'nin uzun dönemli sorunu. 1980-90'larda buna "bütün gelişmekte olan ülkelerdeki gibi" diyebiliyorduk. Bu artık doğru değil. Türkiye düzeyinde enflasyon sorunu olan (gelişmekte olsun olmasın) çok az ülke var. Şekil 1 bu vakıayı gösteriyor. Türkiye 1990'larda diğer gelişmekte olan ülkeler gibi yüksek enflasyonlu iken 21. yüzyıl başında yine diğer gelişmekte olan ülkeler gibi enflasyonunu düşürmüştür. Ancak 2010 civarında, uluslararası mali kriz sonrasında, diğer gelişmekte olan ülkelerde enflasyon durağan iken Türkiye'de yükselmeye başlamıştır. Bu grafikte not etmeye değer üç husus vardır: (1) Türkiye'de dezenflasyon diğer gelişmekte olan ülkelere paralel tezahür etmiştir, (2) enflasyonun diğer gelişmekte olan ülkelere farklılaşması, daha yüksek seyretmeye başlaması, yakın geçmişimizdeki 2018 ve 2021'deki şoklardan çok önce başlamıştır ve (3) enflasyon 2018'den başlayarak ve 2021'de kuvvetle kendini göstererek 1990'lardakine benzer düzey ve dinamikler göstermektedir.

Bu makale yukarıda arz ettiğimiz üç vakıayı elimizdeki makroiktisadi düşünsel araçlar ile açıkladıktan sonra kuvvetli ve kalıcı bir dezenflasyonun nasıl mümkün olabileceğine dair aynı çerçeveyi kullanarak fikir yürütmek amacındadır. Ne oluyor da Türkiye'de enflasyon daima sorun oluyor? Bunun cevabının Türkiye'ye "olan" bir şey değil, Türkiye'nin iktisat politikası kararları olduğunu, dolayısıyla yüksek enflasyonun bir tercih olduğunu görüyoruz. Hangi tercihlerin sonucunun enflasyon olduğunu, bunların zaman içinde nasıl değiştiğini, bize enflasyonun dışsal etkilerin değil ülke içindeki tercihlerin sonucu olduğunu düşündürenin ne olduğunu ve bu ışıkta dezenflasyonun nasıl mümkün olabileceğini tartışacağız.

Şekil 1: Türkiye ve diğer ülkelerde enflasyon



Not: Üstteki panel Dünya Bankası'ndan alınan verilerle oluşturulmuştur. Altteki paneldeki veriler ilgili ülkelerin Ağustos 2022'deki yıllık enflasyonları göstermektedir. Verilerin kaynağı ülkelerin istatistik kurumlarıdır. *Avustralya verisi Haziran 2022'deki yıllık enflasyonu göstermektedir.

Türkiye kendi tercihleri ve kararlarıyla yüksek enflasyonlu olduğu gibi bu tercihleri değiştirerek, başka kararlar ile düşük enflasyonlu bir ülke olabilir. Ancak, bu bir fizik deneyi değil. Enflasyon insan davranışı ile ortaya çıkıyor ve insan davranışını etkilemek kolay olmayabiliyor. Önümüzdeki dönemde uygulanabilecek doğru politikaları görebilmek için de geçmişte hangi hatalar ile enflasyonun yükseldiğini ve hangi tercihler ile düştüğünü çalışmak gerekiyor.

Bu makalede önce geniş ve uzun bir iktisat yazınına dayanan enflasyon belirleme mekanizmasını teknik dile girmeden anlatarak teorik bir çerçeve çizeceğiz. Ardından bu çerçeveyi dönemlere ayırdığımız enflasyon dinamiklerini anlamak için kullanacağız. Bu şekilde enflasyon her yükseldiğinde bu yükselişin aynı nedenle olmadığını, ancak bu nedenleri gruplamanın da zor olmadığını göreceğiz.

Aynı anlatı Türkiye'deki enflasyonun anlaşılmaz, kendine has, hiçbir yerdekine benzemeyen bir olgu olmadığını, anlaşılır mekanizmalar ile iktisat politikası tercihleri ve enflasyon sonuçları arasında bağ kurmanın gayet kolay olduğunu da gösteriyor. Bu bağ, hangi iktisat politikası tercihlerinin kalıcı bir dezenflasyonu ima ettiğini de gösterdiği için iktisat politikası reçetesi yazmayı da mümkün hale getiriyor. Makalenin son kısmında böyle bir dezenflasyon reçetesi sunacağız.

Bu reçetenin ciddi bir merkez bankası kurumsal yapısı ve güvenilir merkez bankacıları işletmesi şartı değil. Ancak bu kendi başında yeterli de değil. Maliye politikası ve finansal istikrar baskısının da diğer iktisat politikası araçları ile dengelenip Merkez Bankası'nın (MB) işini yapabilir hale getirilmesi bir ön şart. Şu anda Merkez Bankası kuvvetli bir dezenflasyonu kendi başına gerçekleştirmeye kadir değil. Kalıcı, kuvvetli bir dezenflasyonun, mümkün olduğunca düşük bir maliyetle yaşanabilmesi için Merkez Bankası'nda ve diğer kurumlarda nasıl bir politika setinin hayata geçirilmesi gerektiği hakkındaki tartışmaya katkıda bulunmak bu makalenin önemli amaçlarından biri.

Teorik Çerçeve

Enflasyon ülkedeki ortalama fiyat düzeyinin yükselmesi. Enflasyonun düşük olduğu yerlerde, ortalama fiyat hareketlerinin görece fiyatların değişmesinden—bazı fiyatların artıp bunun ortalamaya etki etmesinden—olup olmadığını anlamak önemli ama aynı zamanda zor da olabiliyor (Reis ve Watson, 2010). Ancak Türkiye gibi enflasyonun daima yüksek olduğu yerlerde bu kaygılar ikincil öneme sahip. Türkiye'de yaşananın fiyatlardaki genel artış olduğu, “saf” enflasyon ile uğraşıldığı açık. Bu nedenle görece fiyatları göz ardı ederek enflasyonu homojen bir fiyatlama mekanizması üzerinden düşünmek mümkün.

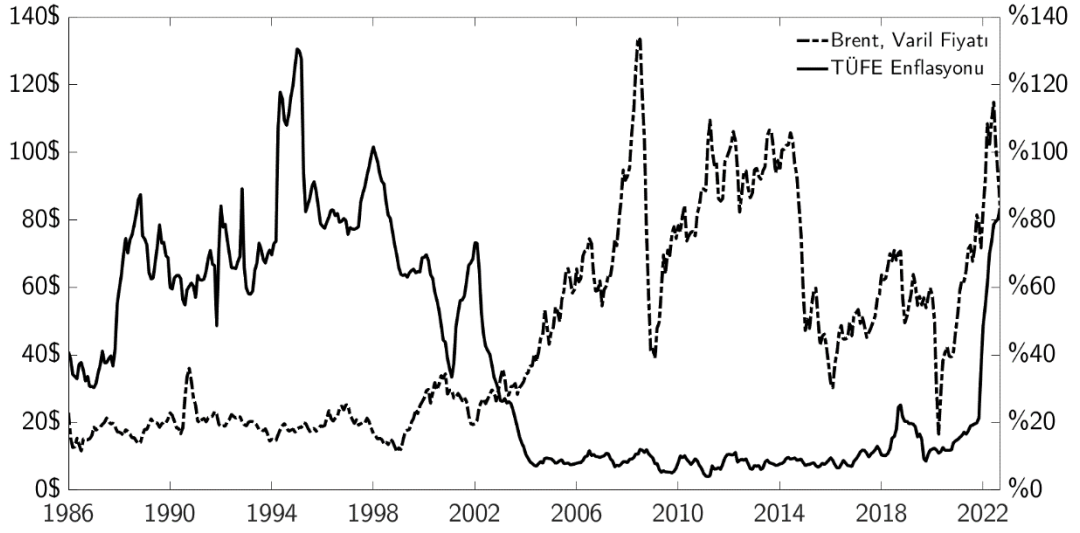
Fiyatlar genellikle bir piyasa mekanizması ile belirleniyor. Her yerde olduğu gibi, Türkiye'de de fiyatı doğrudan kamu tarafından belirlenen ürünler mevcut. Ancak hem kamu da nihayetinde bir tür arz-talep

dengesi gözetildiği için hem de bu tür ürünlerin sayısı az olduğu için temel fiyat dinamiklerini bir tür piyasa mekanizmasının belirlediğini söylemek mümkün. Bu gözlem hükümetlerin piyasalara müdahale etmedikleri anlamına gelmiyor, sadece bu müdahalelerin genelde doğrudan fiyat belirlemek yerine üretim ve talebe etki edip piyasa fiyatını etkileme şeklinde olduğunu söylüyor.

Şu halde, piyasa fiyatlarını neyin belirlediğini anlamak gerekiyor. Bunun kolay cevabı arz ve talep. Arza göre nispeten yüksek talep kapasite üstü üretime sebep olduğu için üretim maliyetlerini artırarak enflasyona yol açar. Ancak üreticilerin her dönem fiyatlarını değiştiremedikleri ya da değiştirmeyi çeşitli nedenlerle maliyetli buldukları durumlarda sadece güncel arz ve talep değil, gelecekte beklenen arz ve talep de fiyatlama davranışını etkiler. Fiyatını iki dönemde bir değiştiren bir satıcı bugün fiyat belirlerken bu fiyatın yarın da geçerli olacağını bilerek yarın genel fiyat düzeyinin ne olacağını, o fiyat düzeyinde kendi ürününün görece fiyatının ne olacağını, bunun beklediği talep koşullarında ne kadar satışa denk geleceğini, beklediği üretim maliyetleriyle o fiyattan bu kadar üretim yapıp yapmamak istediğini de düşünecektir. Bu, yarın beklenen enflasyonun da bugünkü fiyatlama davranışına etki etmesi, dolayısıyla enflasyon ile beklenen enflasyon arasında bir bağ olması anlamına gelir. Bu ve başka nedenlerle enflasyon beklentileri de enflasyon dinamiklerinin önemli bir bileşenidir.

Enflasyonu anlamak için arz koşullarını, talep koşullarını ve (arz ve talebe etki eden) beklenen enflasyonu anlamak gerektiğini görüyoruz. Kısa vadede arz koşulları genelde dışsal faktörlerle belirlenir ve enflasyona kısa süreli etki yapar. Ekonominin üretim kapasitesi bellidir. Arz şokları (örneğin enerji maliyetleri, ambargolar) arzı ve üretim maliyetlerini değiştirirse de bunların enflasyonu uzun süreli etkilemelerini genelde beklemeyiz. Arz şokunun genel kabul gören örneklerinden biri olan petrol fiyatları ile enflasyon arasında Şekil 2'de gösterilen ilişki petrol fiyatının Türkiye'de enflasyonun yükselişini de düşüşünü de kendi başına açıklamadığını gösteriyor. Uzun dönemde arz koşullarını ekonominin bazı temel değişkenleri, mesela yatırım hızı, iş gücüne katılma oranı, beşerî sermaye ve üretkenlik belirliyor. Bunlar günden güne, yıldan yıla hızlı değişen büyüklükler değiller. Refah bakımından çok önemli olmakla birlikte yıllık enflasyonu anlamak için uzun dönemli arz dinamiklerini çalışmak gerekmiyor. Arz şoklarını düşünmek genellikle yeterli.

Şekil 2: Türkiye’de enflasyon ve petrol fiyatı



Veri Kaynağı: ABD Enerji Bilgi Yönetim İdaresi (EIA), TÜİK

Arz ya da başka herhangi bir şokun kendi başına kalıcı enflasyonu açıklamayacağını da görmek önemli. Petrol fiyatları iki katına çıksa bunun enerji fiyatları, üretim ve taşıma maliyetleri üzerinden büyük bir fiyat düzeyi etkisi olacağı aşikâr. Fiyatlar yeni düzeylerine ulaşırken enflasyon ortaya çıkar. Ancak petrol fiyatlarının iki katına çıkması ile uyumlu yeni fiyatlar oluşunca genel fiyat düzeyinin artışı duracaktır. Bunun nedeni, petrol fiyatlarının düşüşe geçmesi değil artık artmıyor olmasıdır. Petrol fiyatlarının fiyat düzeyini tekrar artırmaları için bir petrol fiyatı şoku daha gerekir. Bu olabilir ancak bunun da enflasyon etkisi yeni petrol fiyatı ile uyumlu fiyatlar oluşana kadar sürer. Bu tür şokların devamlı (orta vadeyi etkiler şekilde) olması şok tanımını ihlal eder. Türkiye’deki gibi on yıllar süren yüksek enflasyon dönemlerini anlamak için sistemik değişkenlere ve politikalara bakmanın elzem olduğunu görüyoruz. Diğer türlü enflasyonu son kertede kötü şans ile açıklamak anlamına gelir. Kötü şansın neden hep bu ülkeyi bulduğu ve nasıl oluyor da on yıllarca kötü şanslı olduğunu tatminkâr şekilde anlatmanın bir yolu da yok.

Yavaş değişen kalıcı arz koşullarının aksine, talep koşulları hem hızlı değişebiliyorlar hem de iktisat politikasına hassaslar. Örneğin bankacılık sektörünün sorun yasayıp kredileri kısması ya da ucuz fonlama bulup kredileri arttırması talebi etkiler. Hükümet harcamalarının artışı da doğrudan talebi artırır. Merkez bankaları da faizler ve diğer politika araçlarıyla talebi kontrol etmeye çalışırlar. Bu talep hareketleri hem kısa vadede makroekonomik faaliyeti hem de enflasyonu anlamamızı sağlar. Bir bankacılık krizi olduğu zaman

ülkelerdeki üretim kapasitesi—fabrikalar, çalışabilen insanlar—bir anda azalmıyor ancak talep azaldığı için üretimin de azaldığını, fabrikaların atıl, insanların işsiz olduklarını görüyoruz. Kapasiteye göre düşük üretim de maliyetleri ve enflasyonu düşürme yönünde etki yapar. ¹ Tam tersi, kredi genişlemesi olduğu zaman ya da hükümet harcamaları ani şekilde arttığı zaman üretim geçici olarak artar. Fakat kapasite fazla değişmediği için kapasite üstü üretim maliyetleri ve enflasyonu artırır. Yıllan yıla ya da daha yüksek frekanslı iktisadi dalgalanmaları ve enflasyonu anlamak için talep koşullarının dalgalanmasının daha önemli olduğu, bizim de katıldığımız genel bir kanı.² Enflasyonu çalışmak için kullandığımız standart modeller de bu nedenle talep yönlü modeller.

O zaman talebi neyin belirlediğini sormak gerekiyor. Tanımı gereği toplam talep, tüketim, yatırım, hükümet harcamaları ve net ihracatın toplamıdır. Bu alt başlıkların da değişik belirleyicileri var. Hükümet harcamaları siyasi kararlar (ancak memur maaşları, emeklilik ödemeleri gibi değiştirmesi kolay olmayan birçok kalemleri de mevcut), hane halkı ve şirketler ise tüketim ve yatırım kararlarını birçok değişkene bağlı olarak veriyorlar. Bunların arasında bizim için önemli olanlar gelir, fırsat maliyeti, fonlama imkânı ve beklentilerdir.

Gelir artınca talep de artar ancak gelir üretim ile arttığı için bu genelde kendi içinde enflasyonist değildir. Öte yandan fırsat maliyeti faiz ile artar ve talebi azaltır. Reel faiz yüksek iken bugün harcama değil tasarruf etmenin getirisi daha yüksek olduğundan talebi dizginleyici etki yapar. Fonlama imkânı da talebi mekanik olarak etkiler. Aldığı borca daha düşük faiz ödeyen hane halkının, faiz ödemesi az olduğu için artan gelirlerinin bir kısmıyla tüketimlerini artırması doğaldır. Benzer mekanizmalar yatırım için de geçerlidir.

Tüketim ve yatırımı etkileyen başka bir önemli faktör de beklentilerdir. Bugünkü gelir düşük bile olsa yarın yüksek gelirli olmayı bekleyen insanların bugün harcamalarını, yarının iyi olacağını düşünen şirketlerin de yatırımlarını artırmaları beklenir. Benzer şekilde yarın fiyatların daha yüksek olmasını, diğer ifadeyle enflasyonun yükselmesini bekleyen tüketicilerin bugünden alacaklarını almaları ve dolayısıyla bu beklenti ile

¹Eğer banka krizi ile beraber ödemeler dengesi ve kur krizi de yaşanıyorsa ekonomik faaliyet azalırken enflasyonun arttığı da gözlenebilir. Ödemeler dengesi krizleri Türkiye gibi ara malı ithalatı ile üretim yapan ülkeler için arz şoku olarak da düşünülebilir. Bu arz yönlü etki krizin olduğu dönemde enflasyonu kısmen açıklamaya yardımcı olmakla birlikte sürekli enflasyonun açıklayıcısı olmak için yeterli değildir.

² 2021-2022'de birçok ülkede görülen enflasyon artışının kısmı nedenlerinin Rusya'nın Ukrayna'ya saldırması ile ortaya çıkan enerji fiyatı şoku ve pandemi sonrasında üretim zincirlerinin tekrar kurulamamasından kaynaklanan sorunlar olduğu açık. Bunların ikisi de arz şokları, bunların da önemli olabildiklerini görüyoruz. Ancak Türkiye özelinde enflasyonun üç haneye dayanmış olması küresel arz şoklarının Türkiye'deki temel dinamik olmadığını gösteriyor. Yoksa burada enflasyon bu şoklardan çok önce yükselmeye başlamaz, düzeyi de dünya ortalamasının on katı olmazdı.

talebi ve enflasyonu bugün yükseltmeleri de beklenir. Bu beklenti kanalı şirketlerin şimdiden gelecekte bekledikleri enflasyona göre fiyat belirlemelerinden farklı, beklentilere bu bakımdan da rol veren bir kanaldır.

Para ve kredi politikaları talebi genelde fırsat maliyeti, fonlama imkânı ve beklenti kanalları üzerinden etkiliyorlar. Merkez bankası kısa vadeli faizleri kontrol ederek fırsat maliyeti ve fonlama imkânını kontrol etmeye çalışır. Fakat bunun ötesinde merkez bankasının izlediği yol beklentileri de etkiler. Eğer para politikası bugün sıkı ise ancak ileride gevşemesi bekleniyorsa, beklentiye göre davranışlarını şekillendiren karar alıcıların ileride bekledikleri gevşek para politikasına bugün tepki vermeleri mümkündür.

İlerideki para politikasına ilişkin beklentilerin nasıl oluştuğu çok büyük bir yazının konusudur. Bu yazın merkez bankası güvenilirliğinin önemini beklentiler üzerindeki etkisi nedeniyle vurguluyor. Bu güvenilirliğin ortaya çıkması için merkez bankalarının ne yapmaya çalıştıklarının bilinmesi ve amaçlarına ulaşmaya kadar olduklarına inanılması gerekir. Bu da ancak merkez bankasının şeffaflığı ile sağlanabilir. “Beklenti çıpalaması” kavramı bu yazına aittir ve enflasyonu kontrol etmek için beklentileri kontrol etmenin önemini vurgular.

Burada çok faydalı bir kavramsal çerçeve Leeper’ın (1991) maliye ve para politikasını birlikte analiz ettiği kuramdır. Leeper bu iki politikanın kamunun bütçe kısıtı ile bağlı olduklarını söylüyor. Kamu iflas etmeyecekse bütçe dengesi ya maliye politikasıyla ya da para politikasıyla sağlanmak zorundadır. Bütçe dengesinin maliye politikasıyla sağlanması durumunda hükümet ayağını yorganına göre uzatıp zaman içinde harcamasını ve vergi gelirlerini denk tutar. Bu durumda para politikası fiyat istikrarı için kullanılabilir. Fakat bütçe dengesi maliye politikasıyla sağlanmıyorsa, yani hükümet yüksek harcama ve düşük vergi ile sürdürülemez açıklar yaratıyorsa (ve iflas tercih edilmiyorsa), bu açıkların para politikası tarafından borç monetizasyonu ile kapatılması gerekir. Bu durumda para politikası maliye politikasının açığını kapatmak zorunda olduğu için bir başka hedefin peşinden gidemez. Para politikası maliye politikasına tabi olduğu durumda artık fiyat istikrarı hedefine odaklanamayacağı, bütçe dengesini tesis etmek için fiyat düzeyi yükselmek zorunda kalacağı için er ya da geç enflasyona sebep olacağından beklenti kanalıyla enflasyon şimdiden yükselir.

Leeper’ın çerçevesinin ana fikri para politikasının bir başka faktör tarafından baskılandığı için asıl işini yapamamasıdır. Baskılayan faktör Leeper’ın vurguladığı maliye politikası olabileceği gibi finansal istikrar ve

siyasi irade gibi başka etkenler de olabilir. Örneğin bankalar kırılğan durumdaysa merkez bankasının faiz arttırması ekonomiyi yavaşlatıp bankaları zor durumda bırakacağı için mümkün olmayabilir. Siyasi irade de merkez bankasının faiz arttırmasını--özellikle seçimlerden önce--engellebilir. Leeper'ın maliye politikasını potansiyel kısıt olarak gören düşünsel çerçevesi Türkiye'de enflasyon dinamiklerini birçok zaman anlamamıza yardımcı olacak ancak bazı dönemler için başka kaygıları da analize dâhil etmemiz gerekecek.

Şu hâlde, Türkiye'deki enflasyon tarihçesini anlayıp bundan sonrası için reçete yazmak için talep koşulları ve beklentileri analiz etmek gerektiğini, burada da maliye ve para politikalarının birincil önemde olduklarını görüyoruz. Bu anlayış ışığında enflasyonu dört dönemde inceleyeceğiz. Bunlar 2001 öncesi, 2001 dezenflasyonu, 2010 ile başlayan küresel kriz sonrası enflasyonun tekrar yükselişi ve 2018 sonrasında enflasyon dinamiklerinin 2001 öncesine benzemeye başlaması. Bu tecrübelerin hepsinin, diğer faktörlerin yanında, Merkez Bankası'nın işini yapmasına müsaade edilip edilmediği ile yakından bağlantılı olduğunu, Merkez Bankası'nın asli görevini yapabildiği dönemlerde enflasyonun düştüğünü, maliye politikası, finansal istikrar ya da siyasi baskı saiklerinin kuvvetlendiği dönemlerde ise enflasyonun kontrol edilemediğini ortaya koyacağız. Ardından kalıcı dezenflasyonun hangi yöntemlerle mümkün olduğunu tartışmaya mümkün olacak.

Türkiye'de enflasyon ve dezenflasyonun kısa tarihi

2001 Öncesi

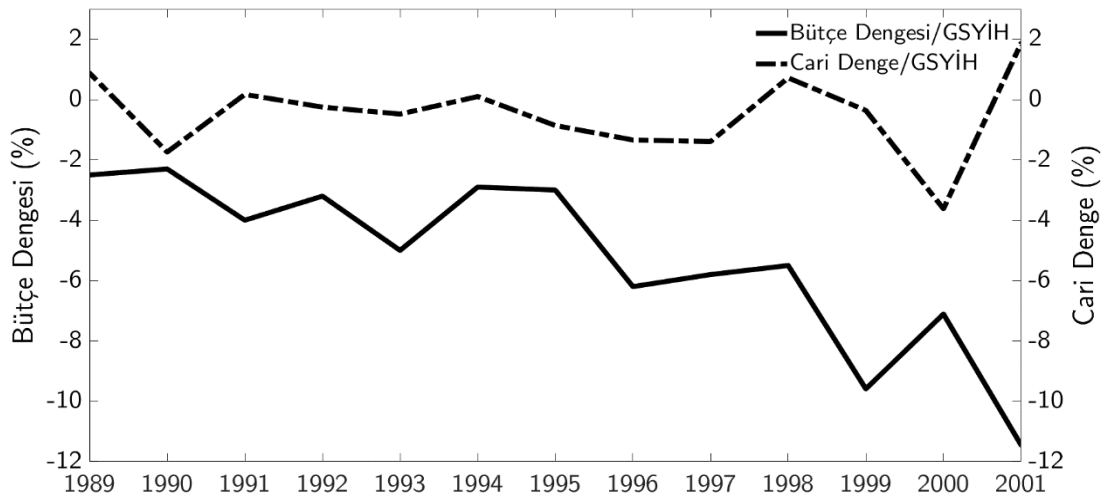
Türkiye'de 2001 öncesini incelemeye 1989'dan başlamak gerekiyor. 1989'da liranın konvertibilitesinin tesis edilmesiyle sermaye hesabı açılmış ve özel sektörün yurtdışından borçlanması mümkün hale gelmişti. Bu borçlanma bankalar üzerinden gerçekleşti. Bankalar için, Türkiye'nin risk primine rağmen görece düşük olan yabancı para faizi ile borçlanıp görece yüksek olan lira faizi ile borç vermek, lira hızla değer kaybetmediği sürece, karlı bir işti. Döviz kurunun sabit³ olduğu bu dönemde kur krizlerde devalüe oluyor, bu devalüasyonlar lira cinsinden alacakları döviz cinsinden borçlarını karşılamaya artık yetmeyen bankaları da

³ Sabit kur sistemlerinde kurun düzeyinin sabit olmak zorunda olmadığını ancak kur düzeyinin devlet, genellikle de merkez bankaları, tarafından belirlendiğini ve hemen her zaman serbest piyasa olsaydı oluşacak kurdan farklı olduğunu hatırlayınız. Türkiye'de liranın yabancı paralar karşısında değeri sabit kur dönemlerinde enflasyonu kontrol etmek için daima lira değerli olacak şekilde belirlenmeye çalışılmıştır.

krize sokuyordu. Yazında ikiz kriz (ödemeler dengesi ve bankacılık krizlerinin birlikte olması, Kaminsky ve Reinhart, 1999) diye bilinen bu vakıa sermaye hesabını açmış hemen bütün gelişmekte olan ülkelerin aşına olduğu bir tecrübe idi.

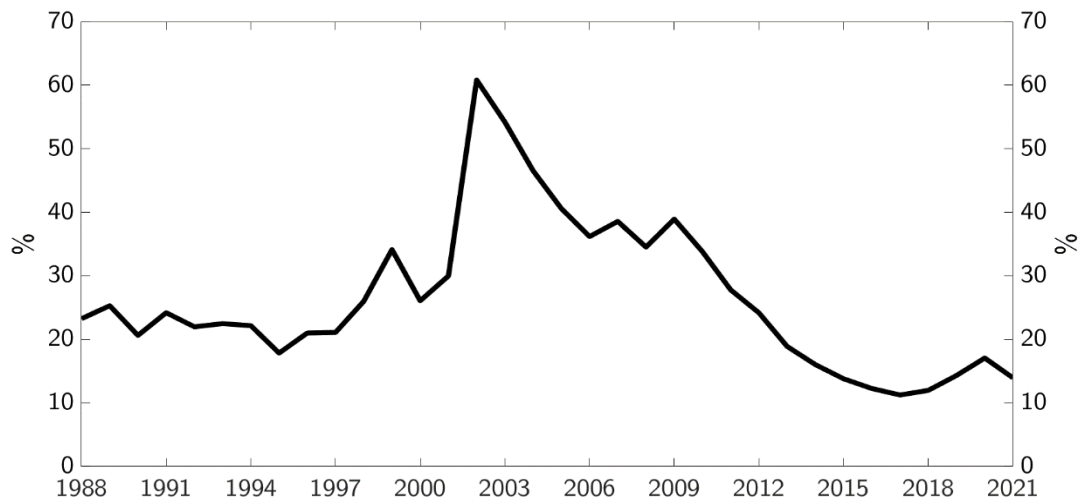
Türkiye’de o dönemde dış borçlanmayı sürükleyen kamunun bütçe açıklarıydı. Şekil 3’te görüldüğü üzere 2001 krizine kadar ülkenin toplam borçlanma ihtiyacı (cari açık) ile kamunun borçlanma ihtiyacı (bütçe açığı) birlikte hareket ediyorlardı. Bu dönemde bankaların kamuyu kuvvetle fonladıkları, özellikle 90’ların ikinci yarısında banka aktifleri içindeki kamu kağıdı oranının artmış olduğu görülebilir (Şekil 4).

Şekil 3. 1989-2001 arası cari açık ve bütçe açıkları



Veri Kaynağı: Strateji ve Bütçe Başkanlığı, EVDS, Turkey Data Monitor

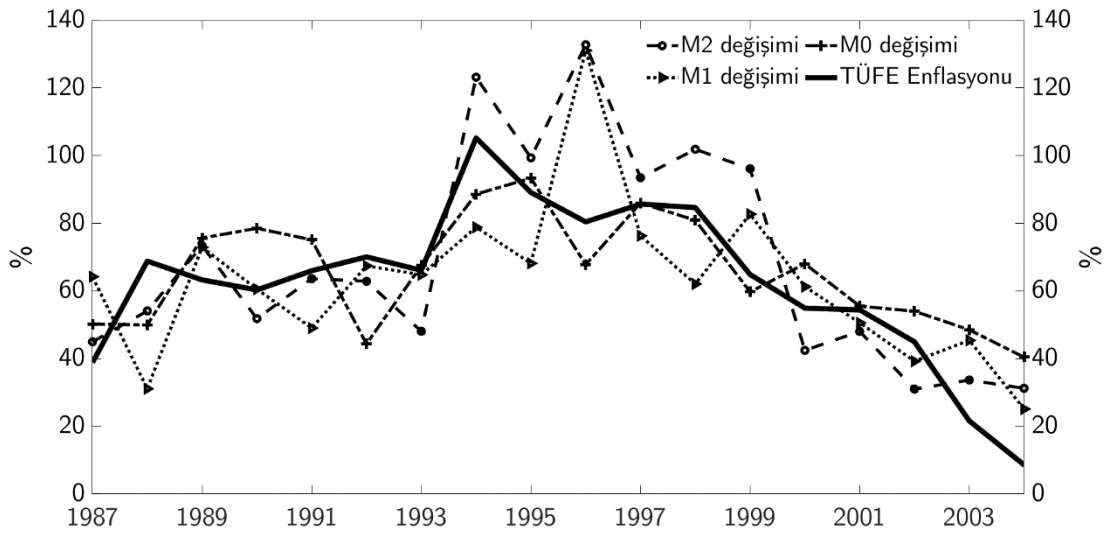
Şekil 4. Banka aktiflerindeki kamu kağıtlarının tüketici ve özel sektör kredileri ve kamu kağıtları toplamına oranı



Veri Kaynağı: Turkey Data Monitor, Türkiye Bankalar Birliği, BDDK

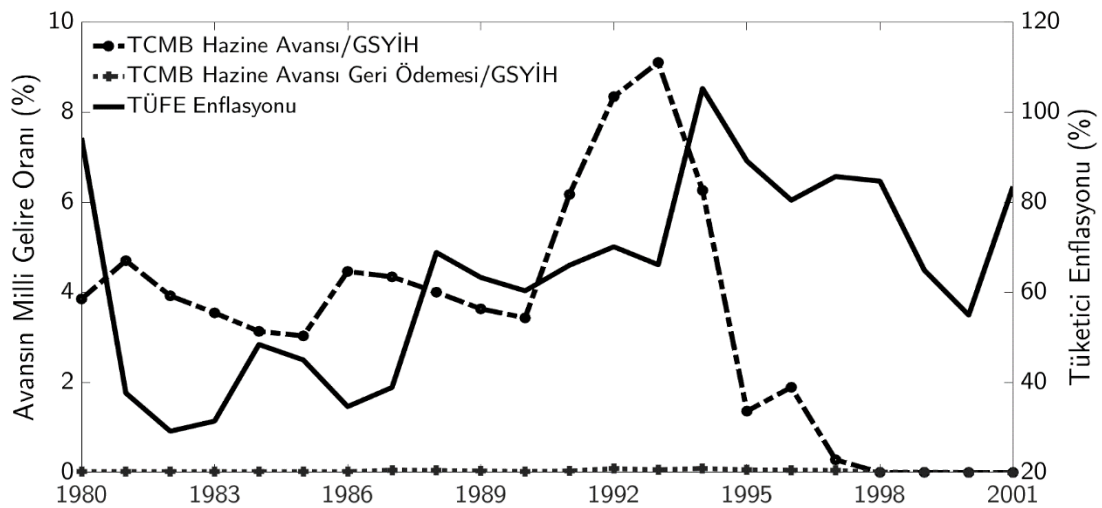
Bu dönemde, özellikle 1990'ların ilk yarısında, borcun MB eliyle açık şekilde monetize edildiğini ve bunun da enflasyonu arttırdığını görüyoruz. Şekil 5'te görülen parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişki bu gözlem ile tutarlı olsa da kendi başında kuvvetli bir delil değildir; enflasyon yükseldiği zaman MB reel olarak para arzını sabit dahi tutuyor olsa bile parasal büyüklükler içsel olarak artmak zorundadır. Ancak Şekil 6'da görülen Merkez Bankası avansı ve bunun geri ödenmiyor olması en açık tanımıyla monetizasyondur.

Şekil 5. M0, M1, M2 ve enflasyon



Veri Kaynağı: EVDS

Şekil 6. Merkez Bankası Hazine avansı ve enflasyon



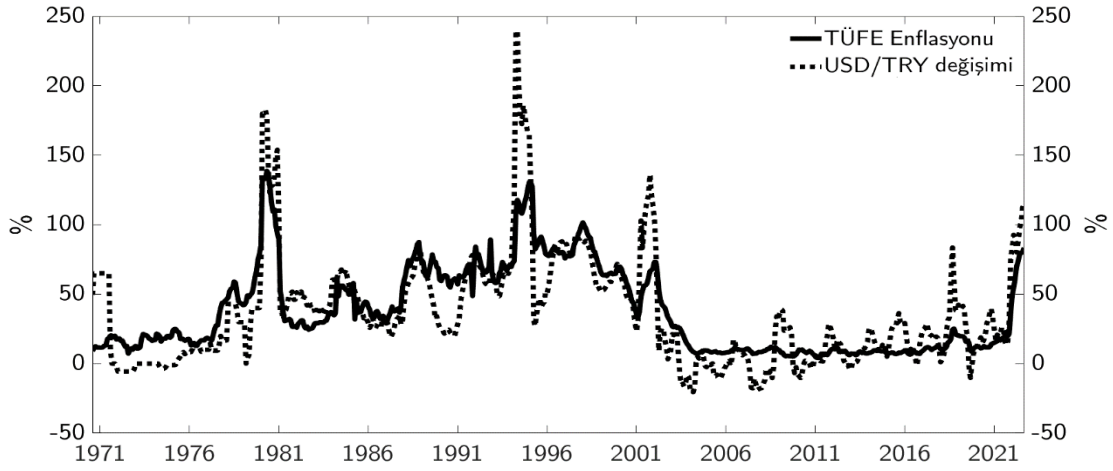
Veri Kaynağı: Kalkınma Bakanlığı, TÜİK

Merkez Bankası avansı Hazine'ye bir kolaylık olarak icat edilmiş, uzun zaman kullanılmış bir mekanizmadır. Hazine'nin harcaması düzenli (her ay memur maaşı ödenecek, vb.) ancak vergi gelirleri nispeten düzensizdir (kurumlar vergisi ödemeleri belli tarihlerde, vb.). Bu durum Hazine'nin ödeme tarihinde parası olmadığı ancak yakın gelecekte vergi geliri beklediği dönemlerde kısa vadeli borçlanma ihtiyacı doğurur. Merkez Bankası avans mekanizması bu ihtiyacı gidermekte için icat edilmiştir. Hazine'nin piyasalardan kısa ve kırık vadeli borçlanmak yerine Merkez Bankası'ndan avans kullanması, ancak yıl sonlarında da bu avans hesabını kapatması ön görülerek yaratılan bu mekanizmanın 1990'larda düz bir Hazine fonlama aracına dönüştüğünü ve düzenli olarak çıkarılan avans "af"ları ile Hazine'nin o sırada zaten kendisine bağlı bir kurum olan Merkez Bankası'nı bir bütçe açığı yamama aracı olarak kullandığını görüyoruz. Bunun sonunda ortaya çıkan paranın talebi ve enflasyonu artırması şaşırtıcı değildir.

Bu dönemde sabit kur rejimi olduğunu hatırlamak MB eliyle yaratılan bu paranın yol açtığı bir başka sorunu da görmeyi kolaylaştırıyor. Krugman (1979) türü en iptidai ödemeler dengesi krizi mekanizmaları tam da bu örnekteki gibi merkez bankalarının maliye politikası baskısıyla para arzını sabit kur ile uyumsuz şekilde artırdığı dönemleri konu alır. Bu politikalar rezervlerin erimesine yol açar ve sürdürülemez oldukları için spekülasyon bir hücum ile krize ve kur sızramalarına davetiye çıkarır. Türkiye 1990'ların özellikle başlarında bu şekilde ödemeler dengesi sorunları yaşamış, ortaya çıkan kur sızramaları hem bankacılık sektörünün öz sermayesini eritmiş hem de kur geçişkenliği nedeniyle enflasyonu sızratmıştır.

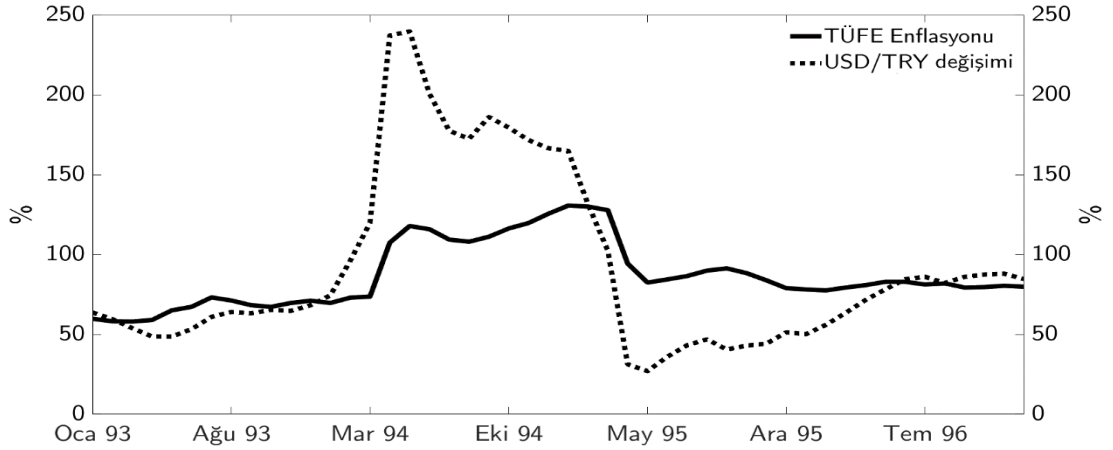
Şekil 7'de kur ve enflasyon arasındaki bağ görülebilir. Bu bağ satın alma gücü paritesi nedeniyle kendi başına bir nedensellik ima etmez: Bir ülkede genel fiyat seviyesi arttığı zaman reel kurun fazla değişmemesi için döviz kurunun da genel fiyatlara yakın miktarda artması beklenir. Öte yandan döviz kuru genelde (baskılanmadığı ya da sabitlenmediği zaman) diğer fiyatlardan daha hızlı değiştiği için kurdan fiyatlara olan geçişkenlik yoluyla fiyat artışlarını hızlandırabilir. Türkiye'de de ödemeler dengesi krizleri olduğu dönemlerde önce kurun sızrayıp ardından enflasyonun yükseldiğini görüyoruz. Şekil 8 bu durumu 1994-95 kriz dönemi için aylık veri ile göstermektedir. Kur geçişkenliği Türkiye gibi küçük açık ekonomiler için önemlidir. Bu nedenle kuru kontrol etmek de sıkça kullanılan bir dezenflasyon yöntemi olmuştur. Ancak bu yöntemle denenen dezenflasyonun başarısız olması reel kuru baskılayıp düzenli olarak kırımlar (ödemeler dengesi krizleri) ile kurun yükselmesini ve ardından enflasyonu da sürüklemesini getirmiştir.

Şekil 7. Kur ve enflasyon, 1971-2022



Veri Kaynağı: EVDS, TÜİK

Şekil 8. Kur ve enflasyon, 1993-1996



Veri Kaynağı: EVDS, TÜİK

2001 öncesi dönemde Türkiye’de epey standart bir kamu borcu baskısı olduğunu, bu borç hemen monetize ediliyor da olsa—dönemin başlarında olduğu gibi—borçlanma artırılıp monetizasyon Sargent ve Wallace (1981) usulü erteleniyor da olsa—dönemin sonlarında olduğu gibi—Leeper’ın (1991) anlattığı gibi bütçe açıklarının beklenen ve gerçekleşen enflasyonu artırdığını ve enflasyonla mücadeleyi zorlaştırdığını görüyoruz. Bu bakımdan, 2001 öncesi Türkiye tecrübesi diğer gelişmekte olan ülkelerden, özellikle Latin Amerika ülkelerinden çok farklı değildir.

Bu dönem genel bir şişme-patlama döngüsü (boom-bust cycle) ile geçmiş, Türkiye bu bakımdan da diğer gelişmekte olan ülkelerden ayrılmamıştır.

2001 Krizi Sonrası

2001 krizini Türkiye iktisat tarihi bakımından 1990'ların bir parçası ve bu dönemin sonu olarak görmek gerekir. 2000 yılında uygulamaya konulan istikrar programı da sabit kur temelli bir programdı. O yılın Kasım ayında gecelik faizlerin kuru korumak için yükselmesiyle uzun dönemli tahvil portföyünü gecelik borçlanma ile finanse eden Demirbank'ın batması dönemin hükümetini bütün banka pasiflerini garanti altına almaya itmişti. Bu karar bankaların yabancı para yükümlülüklerinin bir krizde devlet borcu haline gelmeleri beklentisini resmileştirdi. Bu yükümlülüklerin büyüklüğü olası kamu bütçe açıklarını artırarak (Burnside, Eichenbaum ve Rebelo'nun (2001) gösterdikleri gibi) bir bankacılık ve ödemeler dengesi ikiz krizini mümkün hale getirdi. Kriz 2001 Şubat ayındaki siyasi krizin tetiklemesiyle başladı.⁴

2001 krizinin Türkiye'nin alışlageldik krizlerinden biri olduğunu görmek kolaydır. Kamu borcunun sürdürülemez olması bu borcu finanse eden bankacılık sektörü basta olmak üzere bütün ülkeyi sarsan bir krize neden olmuştur. Burada daha araştırmaya değer olan konu neden bu seferki krizden sonra gerçek bir reform iradesinin ortaya çıktığı ve neden benzer reformların 1998-2002 arasında hemen her gelişmekte olan ülkede yapıldığıdır. Bu son derece önemli ekonomi politik sorularını cevapsız bırakarak bu dönemdeki iktisat politikaları ve bunların sonuçlarına bakacağız.

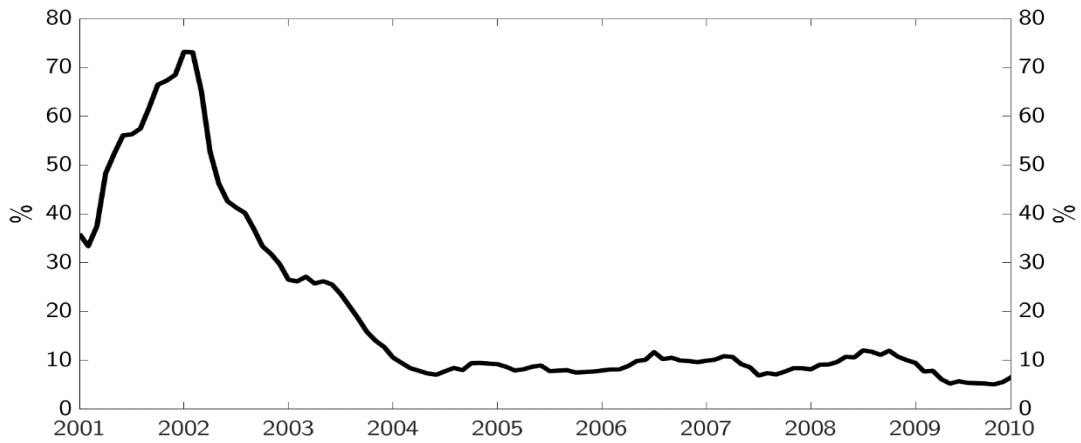
2001 sonrasındaki dönemin enflasyon kontrolü için önemli gelişmeler, kamu maliyesinin disipline edilmesi, bankacılık sektörünün tekrar sermayelendirilerek düzenlenmesi ve yeni kanun ile politika bağımsızlığına kavuşan Merkez Bankası'nın önce örtük sonra açık olarak enflasyon hedeflemesini para politikası çerçevesi olarak kullanmasıdır (Gürkaynak ve Sayek-Böke, 2013; Kara, 2008). Bu değişiklikleri Leeper (1991) modeli ışığında 1990'ların maliye politikasının aktif, para politikasının pasif olduğu bir politika çerçevesinden, para politikasının aktif, maliye politikasının pasif olduğu bir çerçeveye geçiş olarak görmek mümkündür. Enflasyon için bir diğer önemli gelişme, Avrupa Birliği (AB) üyeliği hedefiyle yapılan siyasi yenilikler ve uluslararası piyasanın da AB'ye yakınsama beklentisiyle gösterdiği destek ile üretim verimliliğinin artmasıdır (Acemoğlu ve Üçer, 2020). Arzdaki bu iyileşme Merkez Bankası'nı enflasyon kontrolü için serbest bırakan

⁴ Ecevit'in "devlet krizi" açıklamasının zaten kırılgan olan bankacılık sistemi ve kamu bütçesini bilen yatırımcı ve vatandaşları kriz dengesinde koordine etmiş olduğu görülüyor. Çoklu denge durumlarında denge odak noktasını politika yapıcılarının bu tarz güven sarsıcı (ya da güven verici) açıklamalarının belirleyebilmesi normaldir.

yeni politika çerçevesi ile birleşince, daha önceki dönemde mümkün olmamış bir dezenflasyon ekonomiyi çok yavaşlatmadan ve çıktı açığını fazla yükseltmeden ortaya çıkarmıştır.

Şekil 9'da 2001-2010 döneminde enflasyonun kuvvetle düştüğünü ancak %5 olan hedefin üzerinde bir düzeyde durağanlaştığını görüyoruz. Bu dezenflasyon Türkiye'de gördüğümüz en kuvvetli enflasyon düşüşüdür. Dezenflasyon programı, özellikle 2001-2002'deki eşitsiz maliyet bölüşümü ve beklenmedik büyüklükteki sıcak para girişini düzenleyememesi gibi önemli sorunları açıkça ortada da olsa, enflasyonu düşürmüştür, bunu da büyümeden çok feragat etmeden yapmıştır.

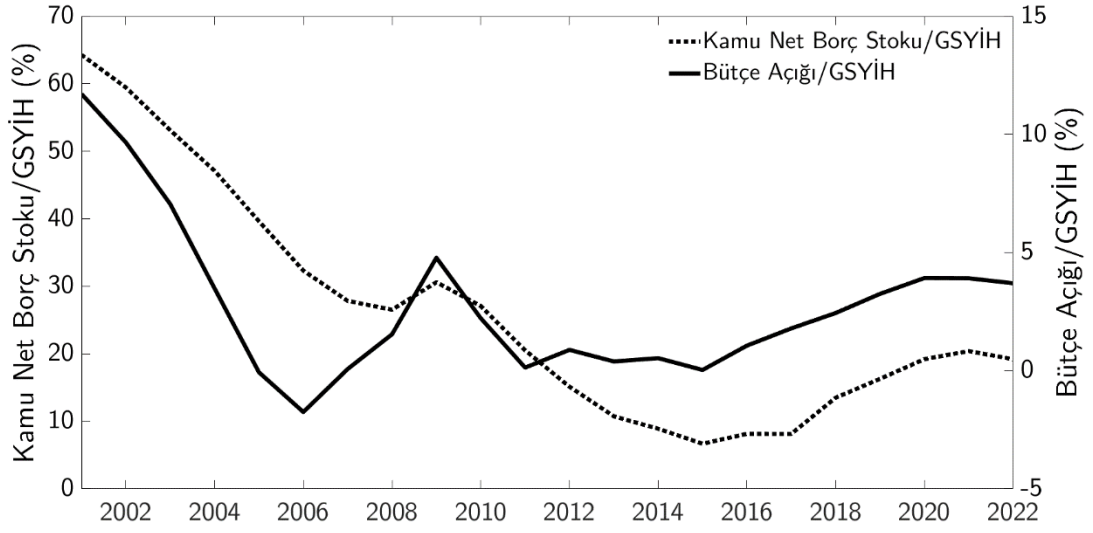
Şekil 9. 2001-2010 TÜFE enflasyonu



Veri Kaynağı: EVDS, TÜİK

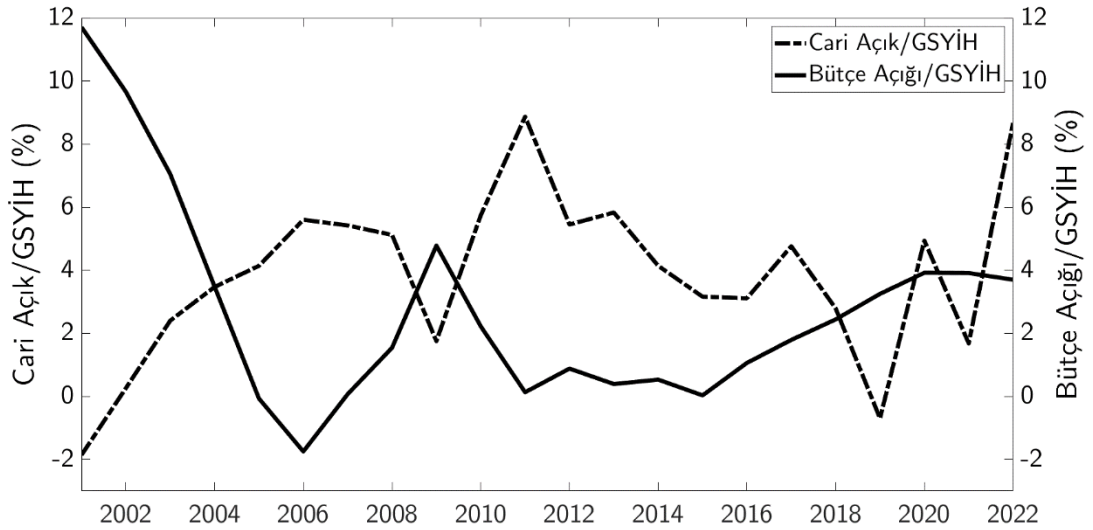
Bu dönemdeki büyük değişiklik kamu maliyesinin sürdürülebilir hale gelmesidir. Şekil 10'da bütçe açığının da kamu borcunun milli gelire oranının da azaldığı bir dönemden geçildiğini görüyoruz. Bunun önemli bir sonucu kamu açıklarının fonlanma zorluğunun ortadan kalkması, bankacılık sektörünün özel sektörü fonlar hale gelmesi ve özellikle cari açık ile bütçe açığı arasında Şekil 3'te gösterilen bağın kırılmasıdır. 2001 sonrası dönemde cari açığı özel sektörün borçlanması sürüklemiş, devletin ve ülkenin borcunun birlikte arttığı ikiz açıklar gözlenmez olmuştur (Şekil 11).

Şekil 10. 2001-2022 bütçe açığı ve kamu net borç stoku



Veri Kaynağı: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Strateji ve Bütçe Başkanlığı

Şekil 11. 2001-2022 cari açık ve bütçe açığı



Veri Kaynağı: EVDS, Strateji ve Bütçe Başkanlığı

Bu dönemde dikkate değer bir diğer gelişme 2008-2009 uluslararası mali krizine Türkiye’de verilen iktisat politikası tepkisidir. Türkiye’de o zamana kadar döngüsel, yani makroekonomik şokların etkisini arttırıcı, bir iktisat politikası izleniyordu. Maliye politikası büyüme dönemlerinde vergi gelirleri artıp borçlanmak da kolaylaştığı için gevşiyor, daralma dönemlerinde mecburiyetten daralıyor ve dolayısıyla döngüsel hareketleri yumuşatmak yerine sertleştiriyordu. Para politikası da kriz dönemlerinde sermaye çıkışını engellemek için sıkılaşmak zorunda kalıyor ve daraltıcı etkiyi kuvvetlendiriyordu. 2008-2009 krizinde ise hem maliye politikası hem para politikası geçmişin tersine iç ve dış talebin yarattığı durgunluğa karşı aynı anda

gevşemiştir. Bu döngü karşıtı makro iktisat politikası gelişmiş ekonomi ile gelişmekte olan ekonomiler arasındaki önemli farklardan biridir. Türkiye bu dönemde, 2001 sonrasındaki bütçe gelişmeleri ve Merkez Bankası güvenilirliğinin faydasını görerek iyi iktisat politikası uygulayabilmiş, derin bir krizden hızla çıkarak bu politikaların refah üzerindeki çok olumlu etkilerini yaşamıştır.

Çok çalışılmış olan bu dönemi detayı ile aktarmazken şu iki hususu öne çıkartmayı uygun buluyoruz: (1) Türkiye’de enflasyonu düşürmek yakın geçmişte mümkün olmuştur. (2) Enflasyon düşüşü ancak kamu maliyesinin disiplinli olduğu, bankaların sağlıklı sermaye yapısına sahip olup iyi düzenleme ve denetlemeye tabi oldukları bir dönemde, itibarı yüksek, işini yapmasına müsaade edilen bir merkez bankası eliyle olmuştur.

Bundan sonraki dönemi de bu ışıkta incelemek ve özellikle merkez bankası itibarının sarsılmasının enflasyonist sonuçlarını görmek için 2010 sonrası dönemi inceleyeceğiz.

2010-2018 dönemi

2010-2018 dönemi siyasi baskı altındaki para politikasında deney dönemidir. Bu zaman zarfında Merkez Bankası bazen doğrudan siyasi baskı (Alesina, Cohen ve Roubini, 1992) nedeniyle, bazen de diğer iktisadi düzenleyici ve denetleyici kurumların (çoğu zaman yine siyasi baskı nedeniyle) ataletinin finans piyasalarında yol açtığı dengesizlikleri de gözetmek zorunda kaldığı için (Davig ve Gürkaynak, 2015) politika faizini talebi kontrol edecek bir araç olarak kullanamamıştır. Gerektiği zaman faiz artıramamak makroekonomik dengesizliklere yol açmış, merkez bankası bu dengesizlikleri azaltabilmek için yaratıcı ancak nihayetinde düşük faizin sonuçlarını ortadan kaldırmayan bir dizi standart dışı politika kullanmıştır.

Kredi hacimlerinin ve varlık fiyatlarının aşırı hızlı yükselmesinin makroekonomik kırılganlıklar yarattığı ve bir kriz ihtimalini arttırdığı bilinen bir husustur (Sufi ve Taylor, 2022). Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sıcak para girişleri bu kırılganlıkları daha belirgin hale getirmekte, sıcak paranın ani çıkışı durumunda (sudden stop) oluşabilecek bir krize karşı makroihtiyati önlem alma gereği oluşturmaktadır (Caballero ve Şimşek, 2020a). BDDK, SPK gibi düzenleyici ve denetleyici kurumların makroihtiyati tedbirlerinin yetersiz kaldığı bazı durumlarda para politikasının makroihtiyati amaçlar ile kullanılmasının faydalı olabileceği de bilinir (Caballero ve Şimşek, 2020b). Öte yandan bu durumlarda para politikasının sıkılaştırıcı yönde kullanılması

beklenir. Türkiye’de ise politika faizi *geşerirken* MB gecelik faizin oynaklığı, zorunlu karşılık oranları gibi araçlar ile parasal koşulları sıkılaştırmaya çalışmıştır (Akkaya ve Gürkaynak, 2012). Başçı ve Kara (2021) bu politikaların bazılarının amaçlandıkları yönde etki ettiklerini gösterirler.

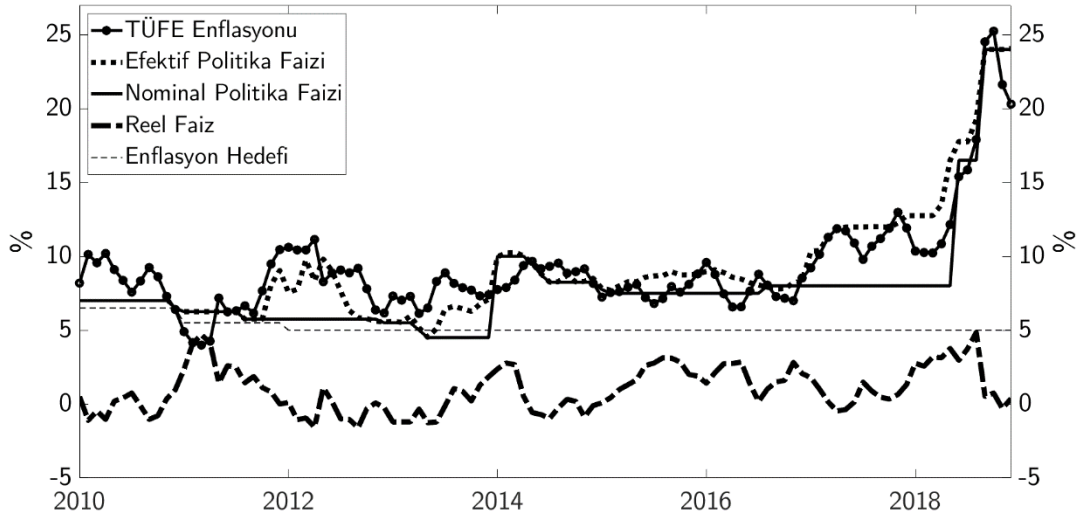
Bu politika kombinasyonunun, karmaşıklaşan para politikasını iletişimi yapılamaz ve anlaşılabilir hale getirmekten başka iki büyük sorunu vardı. İlki, Davig ve Gürkaynak’ın (2015) tartıştığı şekilde, Merkez Bankası ile diğer düzenleyici ve denetleyici kurumların arasındaki ekonomi politik oyununu değiştirerek Merkez Bankası’nı neredeyse tek iktisadi karar alıcı haline getirmesidir. Enflasyondan işsizliğe, cari açığa, banka kredi genişlemesine her konuda MB’nin sorumlu görüldüğü bir ortamda diğer kurumların esas görevlerini yapmaları için teşvikleri doğal olarak azalmaktadır.

Bu makaledeki temel meselemize dair olan ikinci sorun ise, birçok işe koşmak zorunda olan Merkez Bankası’nın faizi siyasi baskı ile de artıramazken, enflasyon kontrolünü kaybetmiş olmasıdır. Gürkaynak vd. (2015) bu soruna dikkat çeker. Daha yakın zamanda Gürkaynak, Kısacıkoglu ve Lee (2022), 2010 sonrası dönemde Taylor prensibinin sağlanmadığını (para politikasının enflasyona yeterince tepki vermediğini) bu nedenle enflasyon dinamiklerinin standart makroekonomi modellerinin tahmin ettiği şekilde, olumsuz yönde değiştiğini göstermiştir.

Bu dönemde enflasyon daima hedefin üzerinde gerçekleşmiş, ara ara çift haneye çıkararak Merkez Bankası’nın faiz dışı politikalarının genel fiyat düzeyini kontrol etmekte yetersiz kaldığını ortaya koymuştur. Reel faizler genel olarak düşük tutulmuş, politika faizi ancak zayıf para politikasının enflasyon ve kur üzerindeki olumsuz etkileri fazla tırmandığında artırılmıştır.

Zamanın karmaşık iktisat politikasının bir göstergesi olarak “politika faizi” artık ilan edilen faiz değildir. Para Politikası Kurulu (PPK) bu faizi fazla düşük tuttuğunu bilerek piyasa fonlamasını sadece bu düzeyden yapmadığı için uygulamadaki politika faizi, faiz koridorunun üst bandı ve aslında bir döngüsel politika aracı olmayan geç likidite penceresi faizinin ağırlıklı ortalamasıdır. Bu ağırlıklı ortalamanın da hızlı büyüyen ve doğal reel faizi yüksek olan Türkiye ekonomisi için düşük olduğunu Şekil 12’de görebiliyoruz.

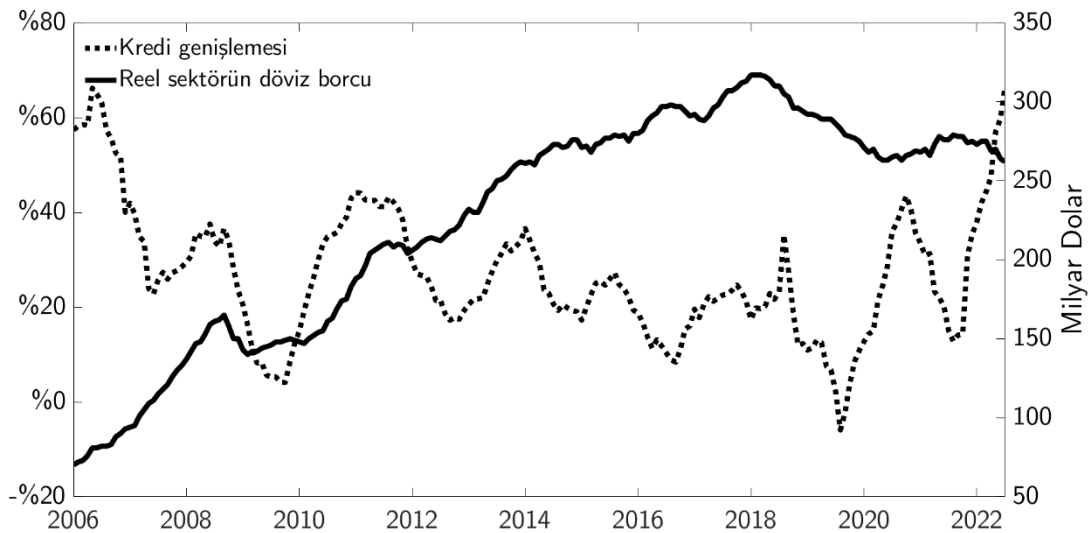
Şekil 12. 2010-18 Efektif politika faizi, nominal faiz ve gerçekleşen enflasyon kullanılarak reel faiz



Veri Kaynağı: EVDS, Turkey Data Monitor

Dönemin önemli bir sorunu, 2009 yılında bankaların yabancı para alacağı olmayan şirketlere yabancı para cinsinden kredi vermelerine engel olan mevzuatın kaldırılmasıyla reel sektör şirketlerinin döviz cinsinden borçlarının hızla artmaya başlamasıdır. Şekil 13'te gösterilen kredi genişlemesi ve reel sektörün döviz borcu artışı şirketlerin kaldıraçını ve kur riskini de hızla artırmıştır.

Şekil 13. Banka kredisi genişlemesi (yıllık) ve reel sektörün döviz borcu



Veri Kaynağı: EVDS

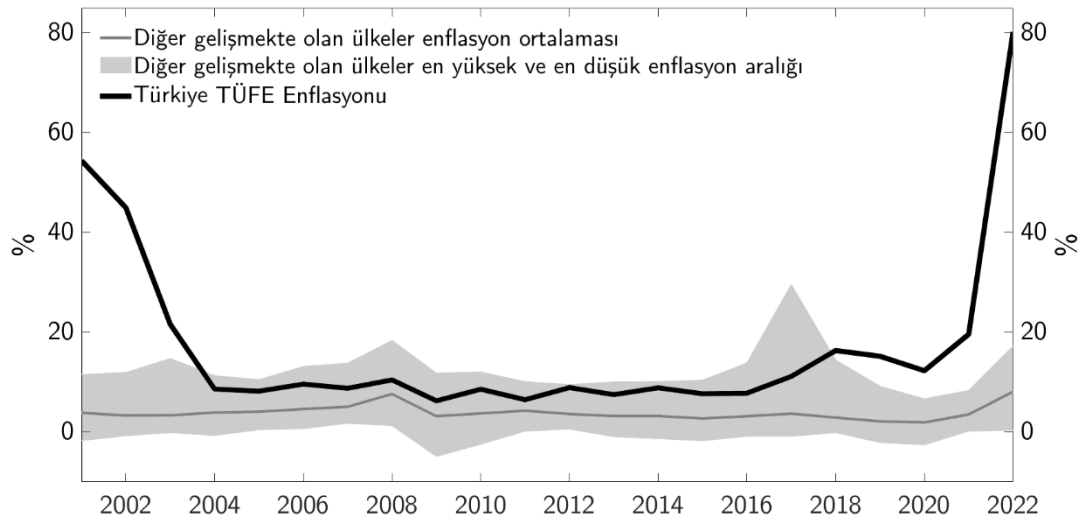
Enflasyonu kontrol edecek sıkılıkta olmasına izin verilmeyen para politikası bu dönemde fiyat artışlarının daima hedefin üzerinde olmasına seyirci kalmıştır. Buna rağmen önceki dönemden taşınan kazanımlar ve

uluslararası konjonktürün uygunluğu nedeniyle kur ve enflasyondaki patlama ertelenebilmiştir. Bu durum 2018 yılına kadar sürmüştü, 2018 yılında şirketlerin kur risklerinin realize olmasıyla krizli dönem başlamıştır.

2018'den bugüne

2018 yılında o zamana kadar ertelenen kriz gerçekleşmiş, düşük faizle kontrol edilemeyen kurun sıçramasıyla reel kesim bilançoları sarsılmıştır.⁵ Bu kriz yine bir seferlik bir faiz artırımını ile kontrol edilmiş, bankaların şirket borçlarını yapılandırarak iflasları ertelemeleri sağlanmıştır. Öte yandan ilk sıçraması baskılansa da artan kurdan gelen geçişkenlik fiyatları arttırmıştır (Kara ve Sarıkaya, 2021). Üzerindeki siyasi baskı ile enflasyonu kontrol etmesinin mümkün olmadığı fâş olan para politikası da fiyat düzeyinin artış hızının yükselmesine (enflasyonun artmasına) neden olmuştur. Bu dönemde enflasyon, 2001 sonrası dezenflasyonundan beri ilk defa %20'yi geçmiş, Türkiye zaten ayrışmakta olduğu diğer gelişmekte olan ülkelere başarısız enflasyon sonuçları nedeniyle iyice kuvvetle olumsuz olarak ayrışmıştır (Şekil 14).

Şekil 14. Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler enflasyon ortalaması



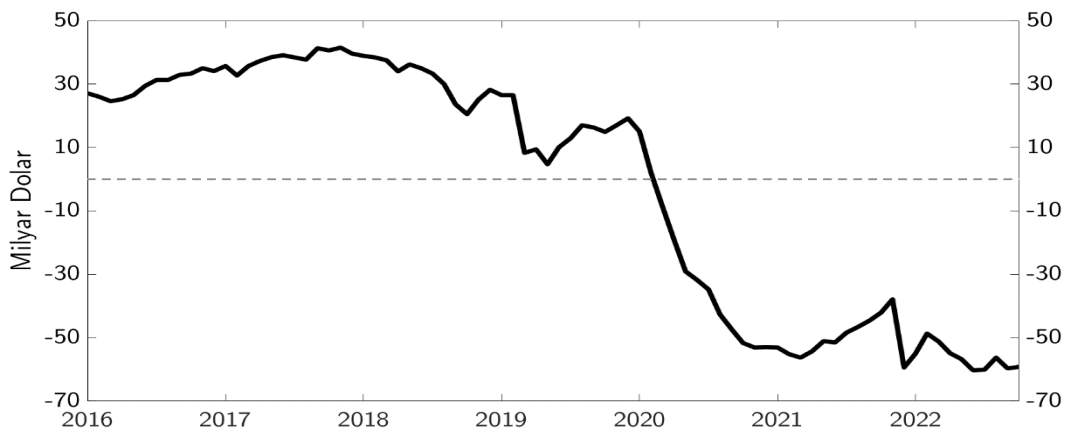
Not: Diğer gelişmekte olan ülkeler; Brezilya, Şili, Macaristan, Endonezya, Hindistan, Kore, Peru, Güney Afrika, Meksika, Kolombiya, Çekya, Mısır, Yunanistan, Kuveyt, Polonya, Katar, S. Arabistan, BAE, Çin, Malezya, Filipinler, Tayvan, Tayland. Veri kaynağı: Dünya Bankası ve IMF.

⁵ Türkiye'de reel kesim borçlanması nedeniyle kriz 2018 yılında ilk defa ortaya çıkmıştır. Daha önce olmadığı için zaman serisinde görülmeyen ancak mümkün olduğu anlaşıldığı için fiyatlanan ve kendisini kurda gösteren bu krizin bir peso probleminin (Krasker, 1980) tezahürü olduğu düşünülebilir.

Yakın iktisadi tarihimizin geri kalanı bir dizi iktisat politikası savrulmasının içinde enflasyon kontrolünün hepten yitirilmesine sahne olmuştur. Enflasyon hedefin kat kat üzerindeyken düşük faiz politikalarında ısrar edilmesi enflasyonun daha da yükseltip 1990'lar düzeyine dönmesine yol açmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası başkan ve PPK üyeleri düzenli olarak görevden alınarak bahse değer bir bağımsızlık olmadığı kuvvetle gösterilmiş, görel olarak makul para politikası uygulamaya çalışan Naci Ağbal başkanlığının birkaç ay sürebilmesi ile bu politikaların siyaseten tercih edilmediği tekrar ortaya konmuştur. Ardından gelen dönemde de para politikası kararlarının artık siyasi irade tarafından alındığı açıkça söylenir hale gelmiştir. Bu dönemin daha az konuşulan bir başka büyük sorunu İstanbul'a taşınma(maya)n Merkez Bankası'nın uzman iktisatçıları kaybetmesi, dağılan yetişmiş kadrolar yüzünden iktisat politikası tasarımı, uygulaması ve iletişiminde büyük zaaf yaşamasıdır.

Bu esnada gevşek para politikasının yükselttiği döviz kuru hem ekonominin kötü gittiğine dair genel bir algı oluşturduğu için hem de enflasyona geçişinin artması sebebiyle politika yapıcıların birinci problemi haline gelmiştir. MB düşük faizlerle arttırdığı kuru rezervleri satarak kontrol altında tutmaya çalışmış, bunu da çapraz kur takasları (swap) ile MB bilançosu dışında yükümlülük yaratacak şekilde yapmıştır. Uzun süre sürdürülmesi mümkün olmayan bu politikalar sonucunda swap hariç net rezervler negatif hale gelmiş, MB kurdaki olası spekülasyonlara müdahale edemeyecek duruma düşmüştür (Şekil 15).

Şekil 15. Merkez Bankası swap hariç net rezervleri

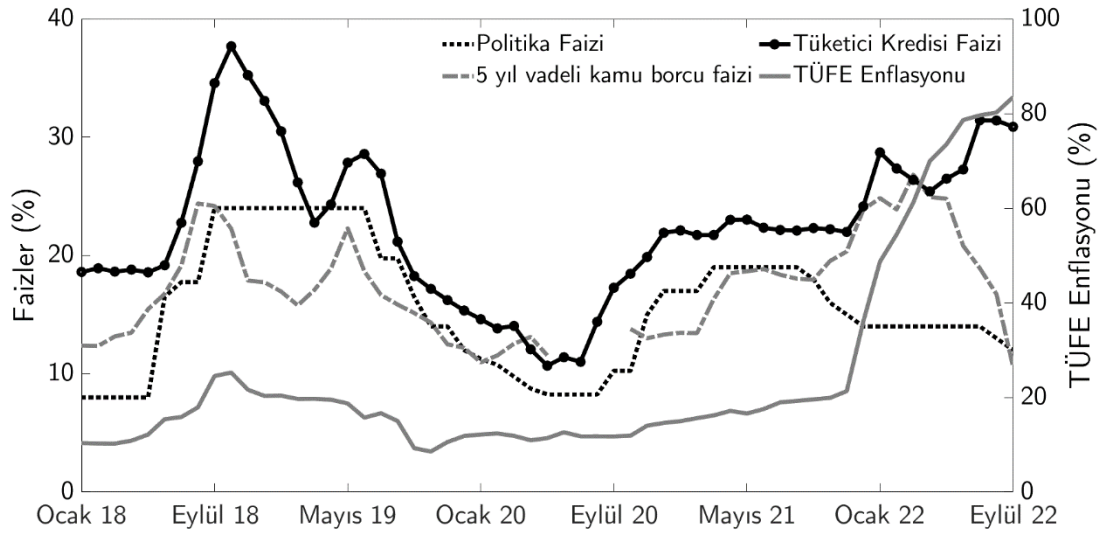


Veri Kaynağı: EVDS

2021 sonbaharında, enflasyon hedefin dört kat üzerindeyken başlayan faiz indirimleri kurun hızla artmasına, enflasyonun da zayıf para politikası ve kur geçişkenliği ile uyumlu olarak 1990'lar düzeyine yükselmesine yol

açmıştır. Bekleneceği gibi, enflasyon beklentilerinin yükselmesi uzun vadeli faizleri de yükseltmiş, politika faizi aşağı çekilirken daha uzun vadeli piyasa faizleri yükselmiştir. Şekil 16'da gösterilen bu durum enflasyon beklentilerinin kontrol edilemediği dünyadaki diğer örnekler ile de uyumludur (Gürkaynak Levin ve Swanson, 2010).

Şekil 16. Politika faizi, enflasyon, piyasa faizleri, 2018-



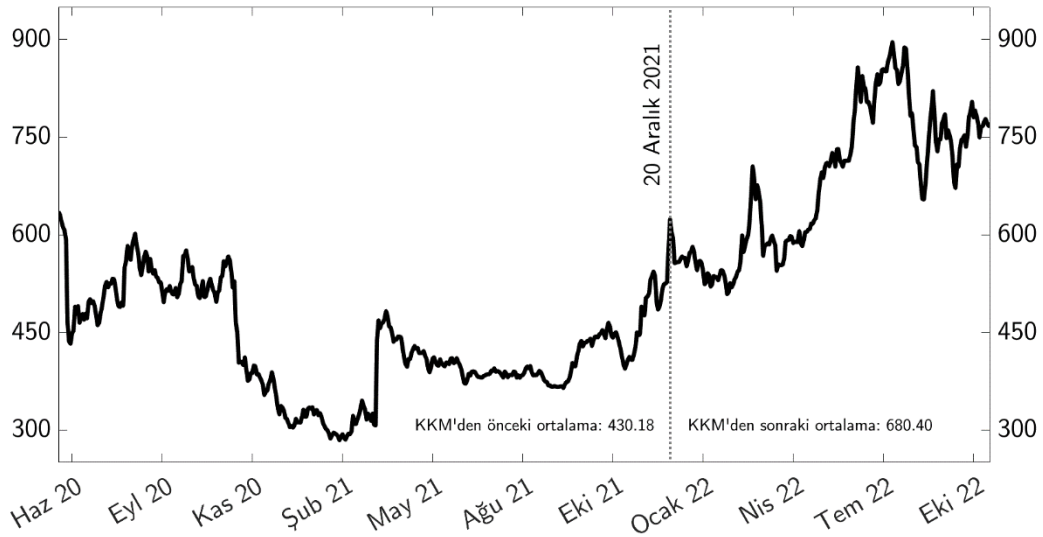
Veri Kaynağı: EVDS

2021 sonunda para politikasına güvenin tamamen ortadan kaybolmasıyla döviz kuru aşırı hızlı yükselmiş ve politika yapıcıları için büyük bir sorun haline gelmiştir. Faiz yükseltmek siyasi engelle tabi olduğu ve MB'nin ciddi bir kur atağını savuşturacak net rezervi kalmadığı için politika yapıcıları çare olarak kur korumalı mevduat (KKM) uygulamasını getirmiştir. KKM, parasını lirada tutan mudilerin döviz kurunun artması durumunda oluşacak zararlarının devlet tarafından karşılanması esasına dayanır. Bu uygulama döviz kurunu geçici olarak baskılama amacına ulaşmış, ancak bunu kamu bütçesini kullanarak yaptığı için başka ciddi iktisadi problemlere yol açmıştır. Kur artışları kamu yüküne dönüşmüş ve bu durum Şekil 17'de görüldüğü gibi Türkiye'nin borç sigortası (CDS) primlerinde büyük artış olarak tezahür etmiştir.

Öte yandan, KKM enflasyonun sebebi değil semptomlarından biri olan döviz kuru artışını çözmeye odaklandığı için genel iktisadi görünümü düzeltermemiştir. Gevşek para politikasıyla enflasyon yükselmeye devam etmiş, buna paralel artan enflasyon beklentileri piyasalarda kredi ve menkul kıymet fiyatlamalarını da bozmuştur. Kredi ve kamu borcu faizlerinin piyasaların normal işleyişi ile enflasyona tepki olarak

yükselmeleri üzerine bu faizler mevzuat değişiklikleri ile bankalar zorlanarak düşürülmüş,⁶ bunun yarattığı kredi hacmi üzerindeki etkiler yine standart iktisat politikası setinde olmayan tedbirler ile kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Bu kadar yoğun ve sert müdahaleye maruz kalan mali piyasaların kaynak dağıtımında ne kadar sekteye uğradıkları çalışmaya değer bir konudur.

Şekil 17. Türkiye CDS primi. 2018-



Veri Kaynağı: Bloomberg

Şekil 16'da 2022'de mevzuat zoruyla indirilen kamu borcu faizlerini görmek mümkündür. Bu faiz düşüşünün enflasyonu düşürmediği de aynı şekilde görülebilir. Enflasyon beklentilerinin de fiyat istikrarı ile uyumlu olmadıkları ise Şekil 18'de görülmektedir. Bu, 2022 ortasından sonra Türkiye ile mukayese edilmese de enflasyon düzeyleri %10'a yaklaşan gelişmiş ülkeler ile önemli bir farktır. Bu ülkelerdeki merkez bankaları gözlemlenen enflasyon yükselse de orta vadede beklenen enflasyonu kontrol edecek güvenilirliğe sahip olduklarını göstermişlerdir. Şekilde görüldüğü gibi, Türkiye'de ise enflasyonun hiçbir vadede hedefe yakınsaması beklenmemektedir.

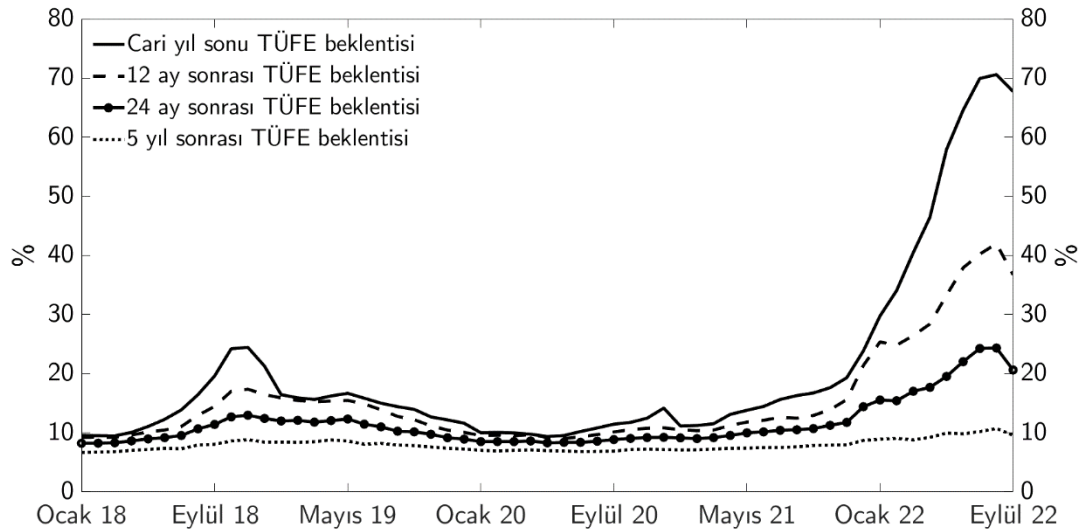
İyi niyetle, içsel tutarlılık atfederek bakılırsa 2010 sonrası dönemde utangaç bir şekilde neo-Fischer'ci dezenflasyon⁷ deneyen Merkez Bankası'nın özellikle 2021 sonrasında bu deneyi kuvvetle yaptığı, başarılı

⁶ Özellikle uzun vadeli kamu borç senedi faizlerinin politika faizi düşürülmeye başladığında piyasa fiyatlaması ile yükseldiği, ardından mevzuat değişiklikleri ile baskılandıkları Şekil 16'da görülebilir.

⁷ Neo-Fischer'ci dezenflasyon kalıcı olarak düşük faiz ile enflasyonu düşürme fikridir. Güvenilir bir merkez bankasının enflasyon hedefini azaltarak uzun vadede beklenen enflasyonu düşürmesi, bunun da bugünkü enflasyonu azaltması ve faiz indirimine izin vermesi ile teorik olarak mümkündür ancak güvenilirliği az olan bir merkez bankası

olma ihtimali zaten düşük olan bu deneyin güvenilirliği olmayan bir para otoritesi tarafından uygulanmasının enflasyonu kontrol edilemez hale getirdiği söylenebilir. Gürkaynak, Kısacıkoğlu ve Lee (2022) bu analizi ekonometrik olarak yaparak bir model çerçevesinde mekanizmayı da açıklamışlardır.

Şekil 18. Değişik vadelerde enflasyon beklentileri, 2018-



Veri Kaynağı: EVDS

Bu yakın dönemde de enflasyon yirmi beş yıl önceki düzeylerine, diğer gelişmekte olan ülkelerin aksine, beklenti kontrolü kaybedilmiş olarak dönerken bu sonuca yol açan iktisadi bağıntıların gayet standart olduklarını görüyoruz. Bağımsızlığını kaybetmiş bir merkez bankası enflasyon yükselirken siyasi saikler ile faiz indirdiğinde sonucun enflasyonun çok daha hızlı yükselmesi olacağı, döviz kurlarının enflasyondan önce yükseleceği ve kur geçişkenliği ile de enflasyon artışını destekleyeceği standart makroekonomi teorilerinin tahmin ettiği sonuçlardır. 1990'lardaki enflasyon dinamiklerine geri dönmüş olan bu dönemdeki teselli bu defa özel bankaların sermaye yapılarının ve genel durumlarının daha iyi olmalarıdır.

Bundan sonrası

Yukarıda aktardığımız Türkiye'nin 30 yıldan uzun enflasyon tecrübesi üç hususu açıkça göstermektedir: (1) Türkiye'de enflasyon yereldir, (2) dinamikleri politika tercihleri ile kolaylıkla anlaşılabilir, (3) yakın geçmişte enflasyonu uzun sürmeyen bir maliyet ile kuvvetle düşürmek mümkün olmuştur. Bu nedenlerle bu

enflasyon hedefini inandırıcı bir şekilde azaltmadan faiz indiriminde ısrar ederse bu enflasyon üzerindeki kontrolünün kaybı ile sonuçlanır (Gürkaynak, Kısacıkoğlu ve Lee, 2022).

makalenin başlığı “Türkiye’nin enflasyon tercihleri”dir. Türkiye enflasyona yol açan politikaları tercih ettiği dönemlerde uluslararası konjonktür ve petrol fiyatlarından bağımsız olarak yüksek enflasyon ile yaşamış, enflasyonu düşürmeyi tercih ettiği dönemlerde de yine iç dinamikleri ile başarılı dezenflasyonu hayata geçirmiştir.

Bu durumda, enflasyonu düşürmenin ilk şartının niyet olduğunu görüyoruz. Enflasyon politika yapıcılar tarafından yeterince büyük bir sorun olarak görülmeden, enflasyonu düşürmek yeterince öncelikli olmadan, fiyat istikrarına giden adımları atmak mümkün değildir. Bu niyet ortaya çıktığında Merkez Bankası enflasyonu kontrol edebilir. Ancak, yukarıdaki anlatıdan Merkez Bankası’nın buna kadir olabilmesi için uygun ortamın olması gerektiğini de görüyoruz. Uygun ortamı tanımlayan uluslararası konjonktür değil, Merkez Bankası’nın fiyat istikrarına odaklanmasına müsaade etmeyen baskıların üzerinden kalkması olduğu da aynı anlatının ortaya çıkardığı önemli bulgulardan biridir.

Bu baskılar, tamamen iktisadi akıldan uzak olmadıkları zaman, iki ana grupta toplanabilir. Birincisi seçim öncesi genişlemeyi de içeren maliye politikası baskısı. Bu baskının önümüzdeki dönemde artacağını öngörmek zor değil. Hazine garantileri ve özellikle KKM ödemelerinin yakın gelecekte önemli harcama kalemleri haline gelecekleri ve Hazine’nin bu ödemeleri borçlanarak yapmakta gittikçe zorlanacağı da derin analiz gerektiren tahminler değil. Türkiye’de dezenflasyonun önemli bir ön koşulu Merkez Bankası’nın bu dönemde Hazine’ye yardım için kullanılmaması olacaktır. Bu deneyin 1990’lardaki sonuçlarını yukarıda aktarılmıştı, tekrar denemesinin sonuçları da farklı olmayacaktır. Merkez Bankası desteği olmadan Hazine üzerindeki yükün nasıl kaldırılacağı önemli bir maliye politikası sorusu ancak bu çalışmanın konusu değil.

Merkez Bankası’nın asli işine odaklanabilmesinin ikinci koşulu finansal istikrar kaygılarının para politikasına yön vermemesidir. Bu kaygıların da önümüzdeki dönemde sorun yaratma ihtimali mevcut. Örneğin şu anda mevzuat baskısıyla düşürülmüş olan uzun vadeli faizlerin (Şekil 16) tekrar piyasa fiyatlamasıyla belirlenmelerinin uzun vadeli faizlerde hızlı ve büyük bir yükseliş, dolayısıyla uzun vadeli tahvil fiyatlarında hızlı ve büyük bir düşüş meydana getireceği şüphesiz. Bu tahvilleri aktiflerinde tutan bankaların da bu dönemde menkul kıymet portföylerinden zarar etmeleri yüksek ihtimaldir. Benzer şekilde, 2001 sonrasında olduğu gibi, iktisat politikalarına güven artınca sermaye girişlerinin artmasını ve liranın reel olarak değer kazanmasını da beklemek makuldür. Bu ve benzeri sorunların para politikası için belirleyici olmamaları,

onun yerine daha uygun makroihtiyati politikalar ile çözülmeye çalışılmaları, 2010 sonrası döneme tekrar dönmek için önemlidir.⁸

Bu hususta önemli bir sorun olarak, finansal istikrar ve makroihtiyati politikalar Türkiye’de hangi kurumun vazifesi olduğu belli olmayan konular olmaya devam ediyorlar. Bankaları BDDK denetlerken likidite gereklerini MB karşılıyor. Ayrıca BDDK bankalara tek tek bakarken sistemik risk olup olmadığı sorusunu kimin soracağı birçok zaman belli olmuyor. Bu konuların düşünülmesi ve mevzuatlarının oluşması, belki MB ve BDDK’nın birleştirilmelerinin gündeme gelmesi faydalı olacaktır. Ancak, MB’nin para politikasını fiyat istikrarından başka amaçlar için kullanma mecburiyetinde kalacağı bir iş bölümünden, enflasyon üzerindeki yıkıcı etkisi dolayısıyla, kaçınmak gerekir.⁹

Bu makalede aktarılan enflasyonist dönemlerin hepsinin Merkez Bankası üzerinde fiyat istikrarından başka kaygıları gütmeye baskısı olduğu zamanlar olduklarını gördük. Bu anlayış, uygulamada zor olacağını bilsek de kavramsal olarak dezenflasyonun kolay olduğunu gösteriyor. Maliye politikası bütçe sürdürülebilirliğini öncelik ediniyor, finansal istikrar para politikası aracı kullanılmadan gözetiliyor ve merkez bankacılığı işi ehil, güvenilir iktisatçılar tarafından yapılıyorsa dezenflasyon mümkündür. Enflasyonu düşüren para politikası da Rogoff (1985) usulü fiyat istikrarına ağırlık verdiği bilinen merkez bankacılar ile daha kolay ve daha düşük maliyetlidir. Maliye bütçesinin sürdürülebilir hale gelmesi için ne kadar sıkılaştırma gerektiğine bağlı olarak istikrar programının bütçeyi dengeleyen tarafının kısa vadeli refah bakımından-pahalı ve acılı olmasından endişe etmek ise gayet makuldür. Burada önemli olan bu endişenin tekrar para politikası üzerine bir kısıt haline gelmesine engel olmaktır.

⁸ 2022 sonbaharında İngiltere’de merkez bankacıların benzer sorunlar yaşadıklarını görmek bu sorunların da merkez bankaları eliyle çözümlerinin sonuçlarının da Türkiye’ye has olmadığını göstermesi bakımından öğreticidir.

⁹ Öte yandan sermaye girişlerinin kontrolünün MB ile koordineli bir şekilde yapılması faydalı olabilir. Rezervlerini yeniden biriktirmek zorunda olan kurum sermaye girişlerini rezerv alımı için bir fırsat olarak kullanmak isteyebilir. Bu durumda ortaya çıkacak olan lira likiditesinin geri çekilmesi de önemli bir mesele olacaktır. Bu, lira rezervlerine faiz ödenerek yapılırsa, bu ödemelerin Hazine’ye yapılacak aktarımdan düşüleceği, fiilen kamu harcaması olacakları da ekonomi politik konusu olarak tartışılacaktır. Bu tartışmanın da Merkez Bankası’nı enflasyonu kontrolden uzaklaştırmaması, bunun olabileceği kaygısını yaratmaması, mümkün olduğunca düşük maliyetli bir dezenflasyon için yerine gelmesi gereken şartlardan biridir.

Sonuç

Türkiye’de enflasyonu düşürmek mümkün. Bu yakın geçmişte yapıldı. Yüksek enflasyon ile yaşamak da enflasyonu düşürmek de yerli tercihler. Düşük enflasyon ile hayat bir tercih olmakla birlikte sadece Merkez Bankası’nı ilgilendiren bir tercih değil. Merkez Bankası’nın enflasyonu kontrol etmesi için bunun mümkün olduğu bir ortam gerekiyor. O ortam Merkez Bankası’na siyasi, maliye politikası ya da finansal istikrar nedenleriyle para politikasını değiştirme baskısı yapılmadığı, böyle bir baskının söz konusu olabileceği endişesinin olmadığı ortamdır.

Burada Türkiye’nin sadece enflasyon sorununu çözenin mümkün olmadığını, genel olarak iktisadi yönetim sorununun çözülmesinin gerektiğini görüyoruz. Bu kolay olmasa da mümkün. 2001 sonrasında enflasyon kuvvetle düşerken de yapılan sadece enflasyon ile mücadele değil, bu hedef etrafında genel bir iktisat politikası reformuydu.

Türkiye önümüzdeki dönemde yine önemli bir enflasyon tercihiyle karşı karşıya. Geldiği yol ayrımında, 1990’ların %40 ile %100 arasında gidip gelen, düştüğünde baz etkisi ile düşüp kalıcı olarak kontrol edilemeyen enflasyonu ile 2001 sonrasında dezenflasyonu istikametlerine bakıyor. Hangi yolda gidileceği dışsal değil, bir iktisat politikası tercihi. Bu iki yol arasında elbette refah bakımından büyük fark var. Türkiye’nin bugün içinde olduğu, yine kontrolden çıkmış, üç basamağa ilerleyen enflasyon oranlarında tercihini enflasyonu düşürme yönünde yapması gerektiğini söylemek zor değil.

Bu çalışmada vardığımız sonuç, önümüzdeki dönemde Merkez Bankası’nın baskı altında kalmadan işini yapacağı bir ortam sağlanırsa enflasyonun düşmesinin gayet mümkün olduğudur. Bu düşüş ilk etapta hızlı ve nispeten masrafsız da olabilir. Enflasyon şu anki yüksek seviyelerinde, hatta %10 iken, sadece yön belirtmek, enflasyonun düşmesi gerektiğini söylemek yeterli olacaktır. Ancak enflasyon %6-7 düzeylerine geldiğinde, hala %5 olan hedefin belirsizlik aralığına girdiğinde, nihai hedefi düşünmek gerekecek. Bu düşüncenin olgunlaşması için o zaman çok geç olabilir. Enflasyonun %5 civarında katılaşmasına izin verilir ancak sonrasında aslında daha düşük bir hedefe yönelmenin optimal olduğuna karar verilirse enflasyon ve beklentilerin kendi kendilerini besleyen yapıları nedeniyle tekrar bir dezenflasyon süreci başlatmanın refah maliyeti, devam eden dezenflasyonu %5’in altındaki hedefe kadar sürdürmekten fazla olabilir. Dolayısıyla Türkiye’nin uzun dönemli enflasyon hedefi çalışmasına da erken başlamak isabetli olacaktır.

Kaynakça

1. Acemoğlu D. ve E. M. Üçer. (2020). "High-Quality Versus Low-Quality Growth in Turkey: Causes and Consequences," Akat A. S. ve S. Gürsel (der.), *Turkish Economy at the Crossroads: Facing the Challenges Ahead* içinde, World Scientific Publishing.
2. Akkaya, Y. ve R. S. Gürkaynak. (2012). "Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar ve Para Politikası: Heyecanlı bir Dönemin İzi," *İktisat İşletme ve Finans* 27(315), s93-119.
3. Alesina, A., G. D. Cohen ve N. Roubini. (1992). "Macroeconomic Policy and Elections in OECD Democracies," *Economics and Politics* 4(1), s1-30.
4. Başçı, E. ve A. H. Kara. (2011). "Finansal İstikrar ve Para Politikası," *İktisat İşletme ve Finans* 26(302), s9-25.
5. Burnside, C., M. Eichenbaum ve S. Rebelo. (2001). "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis," *Journal of Political Economy* 109, s1155-97.
6. Caballero, R. J. ve A. Şimşek. (2020a). "A Model of Fickle Capital Flows and Retrenchment," *Journal of Political Economy* 128(6). s2288-2328
7. Caballero, R. J. ve A. Şimşek. (2020b), "Prudential Monetary Policy," NBER WP. w25977.
8. Davig T. ve R. S. Gürkaynak. (2015). "Is Optimal Monetary Policy Always Optimal?" *International Journal of Central Banking* 11(4), s353-82.
9. Gürkaynak, R. S., Z. Kantur, M. A. Taş, ve S. Yıldırım Karaman. (2015). "Monetary Policy in Turkey after Central Bank Independence," *İktisat İşletme ve Finans* 30(356), s9-38.
10. Gürkaynak, R. S., B. Kısacıkoğlu ve S. S. Lee. (2022). "Exchange Rate and Inflation under Weak Monetary Policy: Turkey Verifies Theory," CEPR DP 17248.
11. Gürkaynak, R.S., A. Levin ve E. Swanson. (2010). "Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from the U.S., U.K., and Sweden," *Journal of the European Economic Association* 8, s1208-42.
12. Gürkaynak, R. S. ve S. Sayek-Böke. (2013). "AKP döneminde Türkiye ekonomisi," *Birikim* 296, s.64-69.
13. Kara, A. H. (2008). "Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting," *Central Bank Review* 8(1), s1-16.
14. Kara, A. H. ve Ç. Sarıkaya. (2021). "Enflasyon Dinamiklerindeki Değişim: Döviz Kuru Geçişkenliği Güçleniyor mu?" *Tartışma Tebliği*.
15. Kaminsky, G. L. ve C. M. Reinhart. (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *American Economic Review* 89, s473-500.
16. Krasker, W. S. (1980). "The 'Peso Problem' in Testing the Efficiency of Forward Exchange Markets," *Journal of Monetary Economics* 6(2), s269-76.
17. Krugman, P. (1979). "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking* 11, s311-25.
18. Leeper, E. M. (1991). "Equilibria under "Active" and "Passive" Monetary and Fiscal Policies," *Journal of Monetary Economics* 27, s129-47.
19. Reis, R. ve M. Watson. (2010). "Relative Goods' Prices, Pure Inflation, and the Phillips Correlation," *American Economic Journal: Macroeconomics* 2(3), s128-57.

20. Rogoff, K. (1985). "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target," *Quarterly Journal of Economics* 100, s1169-89.
21. Sargent, T. ve N. Wallace. (1981). "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5, s1-17.
22. Sufi, A. ve A. M. Taylor. (2022). "Financial Crises: A Survey," Gopinath G., E. Helpman ve K. Rogoff. (der.) *Handbook of International Economics* v.6 içinde, North-Holland Publishing.