



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri

Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi

Aralık 2002

(Yayın No. TÜSİAD-T/2002-12/341)

Meşrutiyet Caddesi, No.74 80050 Tepebaşı/İstanbul
Telefon: (0212) 249 07 23 • Telefax: (0212) 249 13 50

© 2002, TÜSİAD

Tüm hakları saklıdır. Bu eserin tamamı ya da bir bölümü, 4110 sayılı Yasa ile değişik 5846 sayılı FSEK. uyarınca, kullanılmazdan önce hak sahibinden 52. Maddeye uygun yazılı izin alınmadıkça, hiçbir şekil ve yöntemle işlenmek, çoğaltılmak, çoğaltılmış nüshaları yayılmak, satılmak, kiralanmak, ödünç verilmek, temsil edilmek, sunulmak, telli/telsiz ya da başka teknik, sayısal ve/veya elektronik yöntemlerle iletilmek suretiyle kullanılamaz.

ISBN : 975-8458-49-3

Lebib Yalkın Yayınları ve Basım İşleri A.Ş.

ÖNSÖZ

TÜSİAD, özel sektörü temsil eden sanayici ve işadamları tarafından 1971 yılında, Anayasamızın ve Dernekler Kanunu'nun ilgili hükümlerine uygun olarak kurulmuş, kamu yararına çalışan bir dernek olup gönüllü bir sivil toplum örgütüdür.

TÜSİAD, demokrasi ve insan hakları evrensel ilkelerine bağlı, girişim, inanç ve düşünce özgürlüklerine saygılı, yalnızca asli görevlerine odaklanmış etkin bir devletin varolduğu Türkiye'de, Atatürk'ün çağdaş uygarlık hedefine ve ilkelerine sadık toplumsal yapının gelişmesine ve demokratik sivil toplum ve laik hukuk devleti anlayışının yerleşmesine yardımcı olur. TÜSİAD, piyasa ekonomisinin hukuksal ve kurumsal altyapısının yerleşmesine ve iş dünyasının evrensel iş ahlakı ilkelerine uygun bir biçimde faaliyette bulunmasına çalışır. TÜSİAD, uluslararası entegrasyon hedefi doğrultusunda Türk sanayi ve hizmet kesiminin rekabet gücünün artırılarak, uluslararası ekonomik sistemde belirgin ve kalıcı bir yer edinmesi gerektiğine inanır ve bu yönde çalışır. TÜSİAD, Türkiye'de liberal ekonomi kurallarının yerleşmesinin yanısıra, ülkenin insan ve doğal kaynaklarının teknolojik yeniliklerle desteklenerek en etkin biçimde kullanımını; verimlilik ve kalite yükselişini sürekli kılacak ortamın yaratılması yoluyla rekabet gücünün artırılmasını hedef alan politikaları destekler.

TÜSİAD, misyonu doğrultusunda ve faaliyetleri çerçevesinde, ülke gündeminde bulunan konularla ilgili görüşlerini bilimsel çalışmalarla destekleyerek kamuoyuna duyurur ve bu görüşlerden hareketle kamuoyunda tartışma platformlarının oluşmasını sağlar.

TÜSİAD Ekonomik ve Mali İşler Komisyonu tarafından hazırlatılan “Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi” başlıklı bu çalışma, Doç. Dr. Kamil Yılmaz, Doç. Dr. O. Cevdet Akçay ve Doç. Dr. C. Emre Alper tarafından yazılmıştır. Proje koordinatörlüğünü Doç. Dr. Kamil Yılmaz yürütmüştür.

Çalışmanın yazarları, çalışmaya yorumları ve değerli görüşleriyle katkıda bulunan TÜSİAD Genel Sekreter Yardımcısı Sayın Dr. Ümit İzmen ve TÜSİAD Ekonomik ve Mali İşler Komisyonu Başkanı Sayın Dr. Oktay Varlıer’e teşekkür etmektedir.

Aralık 2002

ÖZGEÇMİŞLER

Doç. Dr. Kamil Yılmaz

1964 Alanya doğumlu olan Kamil Yılmaz, orta ve lise öğrenimini İzmir Bornova Anadolu Lisesi'nde tamamladıktan sonra, 1987 yılında Boğaziçi Üniversitesi, Ekonomi Bölümü'nden lisans, 1990 ve 1992 yıllarında Maryland Üniversitesi'nden Ekonomi lisansüstü ve doktora derecelerini aldı. 1992-1994 yılları arasında Dünya Bankası Araştırma Bölümü'nde ekonomist olarak çalıştı. 1994 yılından bu yana Koç Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nde öğretim üyesi olan Yılmaz, 1999 yılında Doçent Doktor oldu. Amerikan İktisat Derneği, Avrupa İktisat Derneği, Ekonometri Derneği ve TÜSİAD Makroekonomi Çalışma Grubu üyesidir.

Araştırma alanları, uluslararası ticaret, uluslararası finans, istikrar politikası uygulamalarının ekonomi politik analizi, Türk imalat sanayinde verimlilik ve rekabet gücü, uluslararası sermaye akımları ve mali sistem krizleridir.

Doç. Dr. O. Cevdet Akçay

1961 Trabzon doğumlu olan Osman Cevdet Akçay, orta ve lise öğrenimini İstanbul Özel Amerikan Robert Lisesi'nde tamamladıktan sonra, Boğaziçi Üniversitesi, Ekonomi Bölümü'nden lisans, City University of New York, Graduate School and University Center'dan M.Phil (Master of Philosophy) ve Ph.D. (doktora) derecelerini aldı. 1992 senesinde Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümünde Yardımcı Doçent olarak göreve başlayan Akçay, 1998 senesinde Doçent olmuştur. Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümünde Başkan yardımcılığı ve Başkan vekilliği görevlerinde bulundu. Eylül 2001'den bu yana Koç Üniversitesi'nde öğretim görevlisi olarak çalışmaktadır. 1998 senesinde makroekonomik danışmanlık görevine başladığı Koç Yatırım Menkul Değerler'de ve 2000 senesi Mart ayından bu yana Koçbank'ta baş ekonomist olarak görev yapmaktadır. Türkiye Bankalar Birliği Danışma Kurulu üyesi ve TÜSİAD Makroekonomi Çalışma Grubu üyesidir.

Araştırma alanları enflasyon vergisi ve senyoraj, para ikamesi ve döviz kuru dinamikleri, borç sürdürülebilirliği ve mali sistem krizleridir.

Doç. Dr. C. Emre Alper

1968 İstanbul doğumlu olan Emre Alper, lise öğrenimini İstanbul Kadıköy Anadolu Lisesi'nde tamamladıktan sonra, 1990 yılında Boğaziçi Üniversitesi, Ekonomi Bölümü'nden lisans derecesini aldı. Yüksek Lisans ve Doktora çalışmalarını Georgetown Üniversitesi, Ekonomi Bölümü'nde sürdüren Alper, Uygulamalı İktisat dalında sırasıyla 1993'te ve 1995'te Yüksek Lisans ve Doktora derecelerini aldı. 1995 yılında Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nde Öğretim Görevlisi olarak göreve başlayan Alper, 1996 senesinde Yardımcı Doçent, 1999 senesinde de Doçent oldu. 2000-2002 yılları arasında Koç Üniversitesi'nde misafir öğretim görevlisi olarak dersler verdi. Alper, 2002 Ağustos ayından bu yana The University of British Columbia'da (Kanada) misafir doçent olarak ders vermekte ve araştırma faaliyetlerini sürdürmektedir.

Araştırma alanları enflasyon-büyüme ilişkileri, para ikamesi, finansal krizler ve para akımları, 1990 sonrası Türk bankacılık sektörü ve borç sürdürülebilirliğidir.

İÇİNDEKİLER

BÖLÜM 1. GİRİŞ	11
BÖLÜM 2. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN SON 25 YILINA BAKIŞ	19
BÖLÜM 3. ENFLASYON-BÜYÜME ETKİLEŞİMİ	35
3.1. Literatür’de Enflasyon ve Enflasyon-Büyüme Etkileşimi	37
3.2. Türkiye’de Bütçe Açıkları-Enflasyon İlişkisi Üzerine	43
3.3. Türkiye’de Enflasyon-Büyüme Dinamiğinin Doğası Üzerine	46
BÖLÜM 4. ENFLASYON VE BORÇ YÜKÜNDE EŞİK DEĞER ANALİZİ	53
4.1. Enflasyon ve Borç Yükü Eşikleri	55
4.2. Eşik Enflasyonun Zaman İçinde Değişimi	64
4.3. 2003 Yılında Enflasyon-Büyüme Dinamiklerindeki Muhtemel Gelişmeler	67
BÖLÜM 5. ÖNÜMÜZDEKİ DÖNEMDE EKONOMİ POLİTİKASI	71
5.1. Kur Rejimi ve Politikası	73
5.2. Enflasyon Hedeflemesi	78
5.3. Bütçe Politikası.....	84
5.4. Mali Sektör ve Büyüme	86
BÖLÜM 6. YÜKSEK ENFLASYONUN EKONOMİ POLİTİK ANALİZİ	95
6.1. Teorik Çerçeve: Yıpratma Savaşı.....	97
6.2. Türkiye’de Siyasi Partiler ve Enflasyonla Mücadele.....	102
BÖLÜM 7. SONUÇ.....	107
KAYNAKÇA.....	113
EK 1.	117
EK 2.	123

ŞEKİLLER

Şekil 1.	Aylık Enflasyon Oranı ve 5 Yıllık Ortalaması (1978-2002).....	22
Şekil 2.	İmalat Sanayinde Saat Başı Ödenen Reel Ücret Endeksi (1997=100)	23
Şekil 3.	Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (GSMH'ya Oran)	24
Şekil 4.	Sermaye Hareketleri ve GSMH Yıllık Büyüme Hızı	27
Şekil 5.	Konsolide Bütçe Açığının Finansman Kaynakları (GSMH'ya Oran) ..	44
Şekil 6.	Yıllık GSMH Büyüme Hızı ve Enflasyon Oranı (1951-2001)	46
Şekil 7.	Beş Yıllık Ortalama GSMH Büyüme Hızı ve Enflasyon Oranı (1951-2000)	47
Şekil 8.	Gelişmekte olan Ülkelerde GSYİH Yıllık Büyüme Hızı ve Enflasyon (1970-2000)	56
Şekil 9.	Meksika – Yıllık GSYİH Büyüme Hızı ve Enflasyon Oranı	65
Şekil 10.	Meksika – Üç Aylık Enflasyon ve Eşik Enflasyon Oranları	67
Şekil 11.	Dış Borç/GSMH Oranı 1970-2000 ve Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi	76
Şekil 12.	Mevduat Bankaları Reel Kredi Hacmi ve Geri Dönüşü Olmayan Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı	86
Şekil 13.	1987'den Günümüze Genel Seçimlerdeki Oy Dağılımı	103
Şekil Ek 1.	Tablo 4'teki Eşik Değerlerin Seçimi - Kalıntı Kareleri Toplamı	120
Şekil Ek 2.	Reel Faizler ve Hazine İhalelerinde Borçlanma Vadesi	121

TABLÖLER

Tablo 1.	Temel Borç (GSMH'ye oranı), Faiz, Enflasyon, Büyüme Göstergeleri	49
Tablo 2.	Reel Döviz Kuru Endeksleri	50
Tablo 3.	Panel Regresyon Sonuçları (Seviye bazında değişkenler)	58
Tablo 4.	Borç Yükü Grupları için Panel Regresyon Sonuçları (Seviye bazında değişkenler)	60
Tablo 5.	Panel Regresyon Sonuçları (Dönemsel farklar bazında)	61
Tablo 6.	Panel Regresyon Sonuçları - Dış Borç ve Enflasyon Eşik Değerleri ..	63
Tablo 7.	Eşik Değerin Üzerinde Enflasyonun İkiye Katlanmasının Büyüme Hızı Üzerindeki Etkisi	64
Tablo 8.	Meksika'da Enflasyon Hedeflemesine Geçiş	83
Tablo 9.	Çeşitli Vergi Kalemlerinin Konsolide Bütçe Gelirleri İçindeki Payı	85
Tablo 10.	Meksika - Geri Dönüşü Olmayan Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı (1994-1997, yıllık ortalama).....	88
Tablo 11.	Denetim Öncesi ve Sonrası Bankacılık Sektörünün Takipteki Kredileri ve Ayrılan Karşılıklar	90
Tablo Ek 1.	Borç Vadesi için Uyarlanmış İç ve Dış Borç Verileriyle Yapılan Panel Regresyon Sonuçları (Dönemsel farklar bazında)	119
Tablo Ek 2.	Analize Dahil Edilen Ülkeler	125

B Ö L Ü M

GİRİŞ

1. GİRİŞ

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye’de çoğu kez doğru olmayan teorik ve ampirik temeller üzerinde süren enflasyon-büyüme tartışmasının doğru zemine oturtulmasına katkıda bulunmaktır. Geçirmiş olduğumuz ağır ekonomik krizin ardından içinde bulunduğumuz krizden çıkış döneminde enflasyon-büyüme tartışmasının daha da yoğunlaşmasına tanık olmaktadır. Bu tartışmalarda, teorik ve ampirik bulguların aksine, biraz daha yüksek enflasyona göz yummakla daha hızlı büyümenin mümkün olduğu ileri sürülmektedir. Neredeyse çeyrek asırdır yüksek enflasyonla yaşayan Türkiye’de, enflasyonist ortamın büyüme potansiyelini ciddi biçimde sınırlamış olduğu göz ardı edilmektedir. 1990’lı yıllarda izlenen ekonomi politikalarının, özellikle kısa vadede büyüme hızını arttırmak amacıyla alınan kararların, beklenenin tam tersine, uzun dönemde büyümeyi yavaşlattığı ve yaşadığımız derin krizde büyük rol oynadığı gerçekleri gözden kaçırılmaktadır.

Türkiye, seksenli yıllarda dış ticaret liberalizasyonunu gerçekleştirerek görece hızlı büyümüş, ve uluslararası kuruluşlar tarafından gelişmekte olan ülkeler arasında örnek gösterilmiştir. Ancak 1989’un Ağustos ayında kamu açıklarının finansmanını kolaylaştırmak amacıyla sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte Türkiye yeni bir döneme girmiştir. İlk bakışta doğru gözüken bu karar ne yazık ki beklenen sonuçlara yol açmamıştır. Bu kararlar dönemin hükümeti, kısa ve orta vadede talep ağırlıklı büyümenin finansmanında kullanılacak önemli bir kaynağı da Türkiye’ye çekmeyi amaçlamıştır. Her ne kadar dış ticaretin serbestleştirilmesi sonucu elde edilecek kazanımların sermaye hareketlerinin ciddi oranda serbestleştirilmesine bağlı olarak artacağı doğruysa da, bu kararlar alınırken liberalizasyonların ön koşulları ve sıralamasının taşıdığı önem göz ardı edilmemelidir. Bu açıdan, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi erken verilmiş bir karardır. Bu kararlar, 10-12 sene içerisinde ekonomide kırılganlığın ciddi boyutta artacağı bir ortamın yaratılmasına uygun zemin hazırlanmıştır.

Kamu sektöründe mali disiplin sağlanmadan ve gerekli düzenleme ve denetleme kurumları oluşturulmadan girişilen finansal liberalizasyon ve sermaye hareketleri serbestleşmesi sonucunda Türkiye, dönemin hükümeti tarafından beklenen büyüme potansiyelini gerçekleştirememesinin yanısıra arzu edilmeyen ancak şaşırtıcı da olmayan sonuçlar ile karşı karşıya kaldı. Bu sonuçların başında yüksek ve kronik enflasyon ile büyüme sürecini ciddi boyutlarda kesintiye uğratan ekonomik

krizler gelmektedir. İstikrarlı bir makroekonomik ortamın gündeme gelmemesi büyüme süreçlerinin zaman zaman krizler ile kesilmesine ve ciddi üretim kayıplarına yol açtı. Bütçe açıkları ile yapısal reformlar vasıtasıyla mücadele edilmemiş olması iktisadi ajanların ileriye dönük enflasyon beklentilerini indirmemelerine, hatta muhtemel monetizasyon ve artan enflasyon beklentilerini bugüne taşıyarak enflasyondaki yapışkanlığı artırmalarına neden oldu.

1990'lı yıllar boyunca yüksek enflasyona rağmen bazı yıllarda elde edilen yüksek büyüme hızları uygulanan yanlış politikalardan geri dönüşü zorlaştırdı. Kamuoyunda, iş dünyasında, hatta akademik çevrelerde bile Türkiye'nin 1990'lı yıllardaki büyümesine enflasyonun katkıda bulunduğu, ya da biraz daha anlamlı ve nedenselliği ortaya çıkaran bir tabir ile, yüksek enflasyonun hızlı büyümenin kabul edilmesi gereken bir maliyeti olduğu konusunda bir anlayış yaygın kabul gördü. Enflasyon ile büyüme arasında bir ödünleşme (trade-off) olduğu varsayımına dayanan bu görüşün teorik ve ampirik temelleri ciddi bir sorgulamaya tabi tutulmadı. Uluslararası akademik çevrelerde bu konuda üretilen çalışmalar ve bunların sonuçları Türkiye ortamında kayda değer bir ekonomi politikası tartışmasına yol açmadı. Oysa, Türkiye verileri üzerinden yapılan basit bir hesaplama bile enflasyonla büyüme arasındaki negatif ilişkiyi göstermektedir.

Üç aylık veriler bazında yapılan basit bir analiz bize 1988-2002 döneminde Türkiye'de ortalama yıllık büyüme hızının %3.2, ortalama TÜFE bazlı enflasyonun %73.2, iki değişken arasındaki korelasyonun ise -0.12 olduğunu göstermektedir. Son derece basit bir istatistiksel gösterge olmakla beraber, elde edilen eksi korelasyon katsayısı, konu ile ilgili herkesi bir nebze düşündürmesi gereken ya da en azından bir açıklama getirilmesi gereken bir bulgudur. Korelasyon kavramı tanımı itibarıyla herhangi bir *nedensellik* içermez, dolayısıyla, enflasyonla büyüme arasındaki ilişkinin ters olması, enflasyonun büyümeyi engellediği ya da tersine hızlı büyümenin enflasyonun düşüşüne katkıda bulunduğu argümanlarına sağlam bir temel teşkil edemez. Yine de bu rakam, ele alınan son 15 yıllık dönem içinde, üç aylık büyüme rakamlarının ortalamanın üzerinde seyrettiği dönemlerde, eşanlı olarak enflasyon rakamlarının ortalamanın altında seyrettiğini göstermesi açısından enflasyon-büyüme tartışmalarına irdelenmesi zorunlu bir boyut katmaktadır.

Enflasyon-büyüme ilişkisi, büyümenin sürekliliği açısından da önemlidir. Makroekonomik politikaların başarısı kısa dönemli büyüme-küçülme sarmalları ile değil, uzun dönemde sürdürülebilir bir büyüme performansı ile ölçülür. "Sürdürülebi-

lir büyüme" kavramının Türkiye gündemine girmesi ise ancak 2000-2001 krizlerinin sonrasında gerçekleşmiştir. Türkiye'nin özellikle dış ticaret ve finansal liberalizasyonlar sonrasında yüksek enflasyon altında gösterdiği büyüme performansının sürdürülebilir olmadığına ancak 2001 krizi sonrasında varılmıştır.

Önümüzdeki dönemde enflasyon ve büyüme arasındaki etkileşimin doğru temellere oturtulamaması, hem dezenflasyon çabalarını olumsuz etkileyebilecek, hem de orta-uzun vadede sürdürülebilir büyüme potansiyelini ençoklamaya yönelik politikaların gerekli desteği bulamamasına yol açacaktır. Türkiye'de enflasyon ve büyüme arasındaki etkileşimin doğru anlaşılmasına ve ileriye yönelik politika üretilmesine yardımcı olmayı amaçlayan bu çalışmada, enflasyonun nedenlerinin analizine girilmemektedir. Enflasyon ve büyüme arasındaki etkileşimin doğru temellere oturtulması amacıyla benzer süreçlerden geçmiş diğer ülkelerin deneyimlerimden de faydalanmak suretiyle, hem çok sayıda ülkenin verilerini içeren panel veri seti ile bazı ortak (ortalama) çıkarsamalar elde edilmekte, hem de ülke özelinde zaman serisi analizleri ile bu sonuçların tekil koşullarda geçerliliği sınanmaktadır.

Giriş bölümünün ardından, Türkiye ekonomisinin son 25 yılının kısa bir değerlendirmesini yapmayı uygun gördük. Bu değerlendirmeyeyle amacımız, çalışmanın geriye kalan bölümünde yapacağımız analize temel teşkil edecek gözlemleri vurgulamaktır. Üçüncü bölümün ilk kısmı (Bölüm 3.1.) enflasyonun refah maliyetinin ve enflasyon-büyüme arasındaki etkileşimin teorik temelleri ve bu konularda yapılmış olan belli başlı çalışmaların sonuçlarının anlatılmasına ayrılmıştır.

Çalışmanın odak noktası Türkiye'de enflasyon ve büyüme arasındaki etkileşim olduğu için enflasyon ve büyüme süreçlerini doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyen faktörleri ekonometrik analizle saptamaya yönelik bir çabamız olmayacaktır. Buna karşın, Bölüm 3.2'de, yüksek enflasyona yol açan temel faktörün üzerinde kısaca durmamız gerekecektir. Enflasyonist süreç konusunda uzun süre hakim olan görüş başlıca suçlunun bütçe açığını kapatmak için başvurulanan monetizasyon (para basma yoluyla açık finanse edilmesi yoluna gidilmesi) olduğu idi. Ancak, bütçe açıklarının kalıcı yapısal önlemlerle kontrol altına alınamadığı ekonomilerde bütçe açığının finansman yöntemi, nihai analizde önemsiz hale gelmekte, monetizasyona gidilmemesi bütçe açığı-yüksek enflasyon ilişkisinin ortadan kaybolması sonucuna yol açmamaktadır. Bu bulgu Türkiye için de geçerlidir. **Türkiye'deki enflasyon süreci üzerine yapılan çalışmaların ortak sonucu, enflasyonist sürecin kö-**

künde bütçe açıklarının yattığı ve açık finansman yönteminin değişmiş ve monetizasyonun ortadan kalkmış olmasının bütçe açığı-enflasyon ilişkisini ortadan kaldırmadığı yönündedir.

Çalışmanın ampirik analiz bölümüne geçmeden önce Bölüm 3.3’de enflasyon-büyüme arasındaki ilişki üzerine literatürde yer alan çalışmaların eksik bulduğumuz yönleri üzerinde durduktan sonra bu eksikliklerin nasıl geliştirilebileceği ele alınmaktadır. Türkiye deneyiminde bu eksikliklerin ne denli önemli olabileceği ülkemizdeki enflasyon ve büyüme dinamiklerine referans verilerek anlatılmaktadır.

Literatürde yer alan başlıca çalışmalar arasında, büyüme sürecinde "eşik enflasyon" kavramı, bu çalışmaların temel katkısını oluşturmaktadır. Biz tüm gelişmekte olan ekonomiler için borç stokunun büyüme üzerindeki etkisinin de bir "eşik değer" yaklaşımıyla ele alınmasının daha doğru olduğunu düşünmekteyiz. Türkiye özelinde bütçe açıkları (dolayısıyla artan borç stoğu)- enflasyon ilişkisinin ağırlıklı açıklayıcı gücü nedeniyle böyle bir yaklaşım özellikle daha anlamlıdır. Türkiye ve benzeri ülkelerin deneyimlerinden yola çıkarak, verili bir enflasyon düzeyinde borç stoğu/GSMH oranları ve/veya borç servisi maliyeti birbirinden farklı iki ekonomide enflasyon – büyüme ilişkisinin yüksek borç oranı ve servis maliyetine sahip ekonomide daha kuvvetli olacağı hipotezinin test edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Bu hipotez çerçevesinde Türkiye’ye baktığımızda, yüksek borç stoğu/GSMH oranı ve ağır borç servisi nedeniyle, yüksek enflasyon ortamında, büyümenin ciddi ölçüde kısıldığını ve ekonomide kırılmanın arttığını görüyoruz. Türkiye’de son 15 senelik dönem içinde bütçe açıklarının sürekli olarak kamunun toplam borç stoğunu arttırması, mevcut belirsizlik ortamında reel faizlerin sürekli yüksek seyretmesini zorunlu kılmış, bu durum da, kaynak sıkıntısı içindeki ekonominin kısıtlı kaynaklarına kamu kesimi tarafından el konması ve özel kesimin yatırım imkanlarının ciddi şekilde kısılması sonucunu getirmiştir. Borcun çevrilebilirliği konusundaki endişelerin kuvvetlendiği dönemlerde reel faizlerin daha da yüksek seyretmesi kaçınılmaz olmuş ve bir borç-reel faiz kısır döngüsüne girilmiştir. Sorunun kaynaklarına inilmemesi ve köklü çözümler getirilememesi nedeniyle bu kısır döngü kırılmadığı gibi zaman içinde daha da kuvvetlenmiş ve ekonomideki kırılma giderek artmıştır.

Yapısal reformların kamu kesimi borçlanma gereksinimini düşürecek şekilde devreye sokulması iktisadi ajanların geleceğe yönelik beklentilerini olumlu yönde

değiştirerek büyüme potansiyelini olumlu etkileyecek ve enflasyonda kalıcı bir inişin en önemli maddi koşulunun yerine gelmesini sağlayacaktır. Ekonomideki en önemli belirsizliğin ortadan kalkmasıyla reel faizlerin düşüşü sonucu yatırım harcamaları ve sermaye stoku artışının önü açılacaktır. Düşüşe geçen borç stoku/GSMH oranı ve borçlanma maliyeti, büyüme sürecine ek katkıda bulunacaktır. Özetle enflasyondaki düşüşün, büyüme oranını daha da artırması için, söz konusu ülkenin borç stoku ve borç servisi problemlerini de çözmesi gerekmektedir.

Bu hipotezin testini dördüncü bölümde yapmaktayız. Çalışmanın bu bölümünde, panel ve zaman serisi verileriyle yaptığımız ampirik analizi ve sonuçlarını değerlendirmekteyiz. Değişik varsayımlar altında yapmış olduğumuz çeşitli ekonometrik kestirimlerde, Türkiye'nin enflasyonu yarı yarıya indirmesi, diyelim % 40'tan % 20'ye düşürmesi sayesinde, uzun vadede yıllık büyüme hızını ortalama % 1.8 ile % 2.8 oranları arasında arttıracığı sonucu çıkmaktadır. Bu boyutta bir yıllık ortalama artış, her verili başlangıç için çok önemli kazanımlar ifade edebilecektir. Yine aynı bölümde, bu sonuçlar doğrultusunda bazı politika önermelerine yer verilmekte ve çalışmanın kapsayamadığı ancak göz ardı edilmemesi gereken noktalar, özellikle benzer ülke deneyimlerinden yola çıkılarak vurgulanmaktadır. Bu bölümün sonunda, özellikle 2003 yılında enflasyonu programda yer alan % 20 hedefine düşürürken büyümenin mümkün olduğunu vurgulamaktayız.

Beşinci bölümde, enflasyonu düşürürken büyüme potansiyelinin yükseltilmesi için uygulanması gereken mali, kur ve para politikaları ele alınmaktadır. Bu politikalarda öne çıkan bazı noktalar şöyledir:

- Ağır iç borç yükü altında devletin iç borcunun vadesinin uzatılabilmesi ve borçlanma faizlerinin düşürülebilmesi için ekonomik programda 2003 yılı için öngörülen % 6.5'luk faiz dışı fazla hedefinden kesinlikle vazgeçilmemelidir. Öte yandan, vergi reformu daha fazla geciktirilmemeli, bir an önce vergi tabanı genişletilmeli ve potansiyel milli gelir üzerinde ciddi baskı oluşturan dolaylı vergiler arz yönlü bir perspektifle yeniden gözden geçirilmelidir.
- Ülkenin ağır iç ve dış borç yüküyle karşı karşıya kaldığı bir dönemde esnek kur rejiminden kesinlikle vazgeçilmemeli ancak kurlardaki aşırı oynaklığın olumsuz etkileri de göz ardı edilmemelidir. Esnek kur rejimi altında, şu anda yürütülmekte olan sıkı bütçe politikalarının enflasyon hedeflemesine da-

yalı para politikasıyla desteklenmesi suretiyle dezenflasyon sürecinin başarıya ulaşması mümkündür.

- Türkiye'nin önümüzdeki bir kaç yıl içinde sürdürülebilir büyüme patikasına ulaşması için kredi arzının taşıdığı önem ve dolayısıyla bankacılık sektörünün karşı karşıya bulunduğu tahsil edilemeyen krediler sorunu fazla zaman kaybedilmeden çözümlenmelidir.

Altıncı bölümde enflasyona karşı kazanılacak başarının kalıcı olabilmesi ve uzun vadede büyümenin sürdürülebilmesi için gerekli olan siyasal çerçeve tartışılmaktadır. Türkiye'nin son 20 yıllık dönem içinde enflasyonu kontrol altına almak konusundaki başarısızlığının ardındaki nedenleri anlamak için ekonomi-politik bir yaklaşımı gerekli görmekteyiz. Bu bölümde, enflasyon ve sürdürülebilir büyüme alanında karşı karşıya kalınan "başarısızlığın" temel nedeninin 12 Eylül sonrası Anayasa, Siyasal Partiler Yasası ve Seçim Yasası ile çerçevesi belirlenmiş olan ve siyasi elitlerin toplumsal denetimden uzak bir biçimde ülkeyi yönetmesine müsaade eden siyasi sistem olduğu öne sürülmektedir.

Yedinci ve son bölümde çalışmanın çıkarsamaları ve sonuçları kısaca özetlenmektedir.

B Ö L Ü M

TÜRKİYE EKONOMİSİNİN SON 25 YILINA BAKIŞ

2. TÜRKİYE EKONOMİSİNİN SON 25 YILINA BAKIŞ

1970'li yılların sonuna doğru Türkiye, petrol şokunun ardından gerekli makro-ekonomik ve yapısal uyum politikalarını devreye sokmakta geciken ülkelerin arasında yer almaktaydı. Dış ticaret hadlerindeki olumsuz gelişmeye rağmen dış ticaret rejiminde ciddi bir reform gerçekleştirilmemiş, cari işlemler dengesi açıkları yurt dışından sağlanan borçlarla finanse edilmişti. Ancak, IMF'yle yaşanan anlaşmazlığın hemen ardından, 1978'de dış kredilerin kesilmesiyle birlikte Türkiye, dış borç krizini, benzer durumdaki birçok ülkeden daha önce yaşamak durumunda kaldı. Bu arada, iç ve dış dengelerdeki hızlı bozulmanın sonucunda enflasyon 1979 yılında % 64 seviyesine ulaştı.

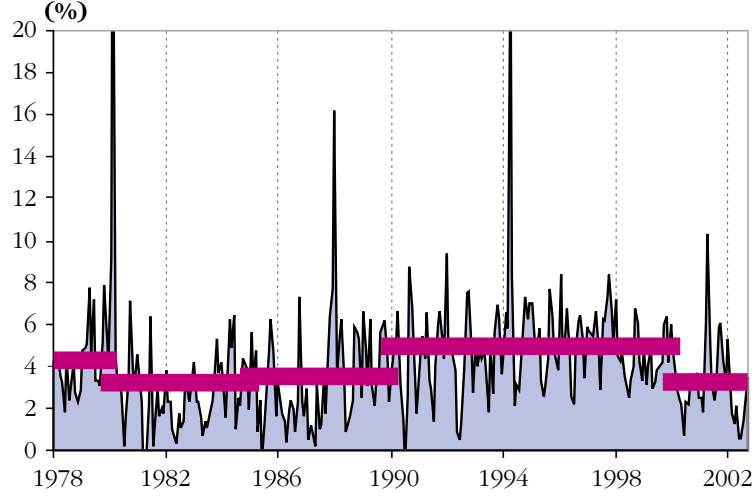
Yükselen enflasyon sürecine 24 Ocak 1980'de ilan edilen istikrar politikaları paketi ile müdahale edildi. Türk Lirası yaklaşık % 70 oranında devalüe edilirken, petrol ürünleri başta olmak üzere devlet kontrolünde üretilen mal ve hizmet fiyatlarına yüksek oranda zamlar yapıldı. 24 Ocak kararları ardından, 1980 yılında GSMH % 1.1 oranında küçülürken, enflasyon % 100'ü aştı. Ancak, işbaşında bulunan koalisyon hükümetinin gerekli siyasi iradeyi sergileyememesi sonucunda istikrar programı uygulamasının tehlikeye girdiği bir sırada, 12 Eylül 1980'de silahlı kuvvetler yönetime el koydu.

Askeri rejim, 1983 yılında yapılan genel seçimlere kadar sürdü. Ancak siyasi ve sendikal faaliyetler üzerindeki kısıtlamalar Ekim 1987'ye kadar devam etti. 1980 yılında GSMH'nın % 10'u olarak gerçekleşen Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (KKBG), 1981'de % 5.4'e çekildi. Alınan ekonomik önlemler sonucunda 1980'de % 107 olan enflasyon, 1981'de % 37 ve 1982'de % 25 seviyesine düşürüldü. 1980-1985 döneminde aylık enflasyon oranı ortalama % 3.2 olarak gerçekleşti. Bu oran 1978-1979 döneminde gerçekleşen %4.1'lik aylık enflasyon oranının altındaydı (Şekil 1). Ancak, bütçe açığını kalıcı bir şekilde kontrol altına almak, yani KKBG'yi daha da aşağılara çekmek mümkün olmadı.

Bütçe açıklarını daha da düşürmek, yapısal reformları gerçekleştirmek ve enflasyonu kontrol altına almak için hem iç hem de dış konjonktür oldukça uygun olmasına rağmen, reformcu bir politikacı olarak görülen Turgut Özal'ın bile bu konuda yaptıkları oldukça sınırlı kaldı. Bütçe açıklarını kalıcı bir şekilde kontrol altına almak bir yana, Özal hükümeti, 1984 yılında devlet harcamalarında şeffaflığa büyük

darbe indiren parlamento kontrolü dışında bulunan bütçe-dışı fonlar uygulamasını başlattı. Zaman içinde bütçe-dışı fonlar hızla büyüdü ve bu fonlarda toplanan kaynaklar 1990'ların sonuna gelindiğinde bütçe gelirlerinin yaklaşık olarak dörtte birine ulaştı.

Şekil 1. Aylık Enflasyon Oranı ve 5 Yıllık Ortalaması (1978-2002)

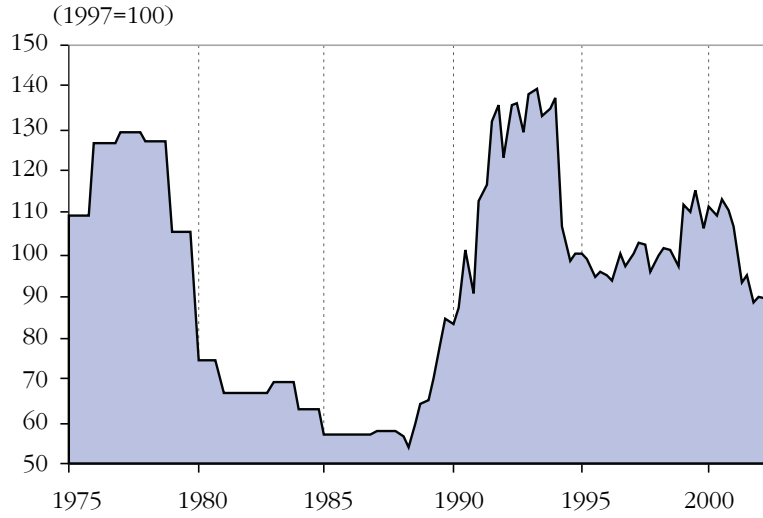


Kaynak: DİE

Eylül 1987'de yapılan referandum sonucunda yasaklı siyasi kadroların politika-ya geri dönmesiyle, özellikle ortanın sağında yer alan oyları hedefleyen çetin bir mücadele başladı. Kontrolsüz politik rekabetin başlamasıyla birlikte populist politikalar gündeme geldi; enflasyonla mücadele ve ekonomik reform çabaları da ciddi darbe aldı. Özal hükümeti iktidarda olmanın avantajına güvenerek genel seçime gitti. Oyların sadece % 36.3'ünü alan Anavatan Partisi, seçim sistemi sayesinde parlamentodaki sandalyelerin % 64.9'unu elde etti.

1987'de kendisini gösteren populist eğilimler daha sonraki yıllarda yapılan seçimlerde dozunu daha da arttırarak devam etti. Art arda gelen genel ve yerel seçimler öncesinde hükümetler özellikle sabit gelirli kitlelerden destek bulmak ve böylece oy oranını arttırmak için devlet kaynaklarını kullanmaktan çekinmedi.

Şekil 2. İmalat Sanayinde Saat Başı Ödenen Reel Ücret Endeksi (1997=100)



Kaynak: 1975-1987 dönemi için Petrol-İş Yıllığı, 1988-2002 dönemi için DİE.

Seçim döneminde popülist politikaların devreye girmesinde 1987 sonrasında sendikal faaliyetler üzerindeki baskının hafiflemesinin de önemli bir etkisi oldu. 12 Eylül döneminde bütün siyasi ve sendikal faaliyetlerin yasaklanmasıyla birlikte reel ücretlerde meydana gelen erozyonu durdurmak için işçi ve memurların yapabilecekleri fazla bir şey yoktu. Demokratik siyasi mücadelenin yoğunlaşması ve sendikalar üzerindeki bazı sınırlamaların kalkmasıyla birlikte sendikalar 12 Eylül sonrasında yaşanan reel ücret erozyonunu terse çevirmek için çabalarını arttırdılar. 12 Eylül'ün hemen ardından kesilen grevler 1987'den itibaren tekrar başladı ve 1992'ye kadar da artarak devam etti.¹ Sendikaların hükümet üzerindeki baskısı ülkenin içinde bulunduğu yoğun seçim atmosferinde daha da etkili oldu. 1988'den 1992'ye kadar geçen ve 1989 yılındaki yerel seçim ve 1991'deki erken genel seçimi de kapsayan 4 yıllık süre içinde verilen maaş ve ücret zamlarıyla imalat sanayinde ödenen reel ücretler % 120 oranında arttı (Şekil 2). Kamu sektöründeki reel ücret artışı ise % 200'den fazlaydı. Sadece 1989 yılında, imalat sanayindeki KİT'lerde saat başına verilen ücretler % 80 oranında artırıldı. Yine bir seçim yılı olan 1991'de kamu kesimi reel ücretleri hemen hemen aynı oranda artırıldı.

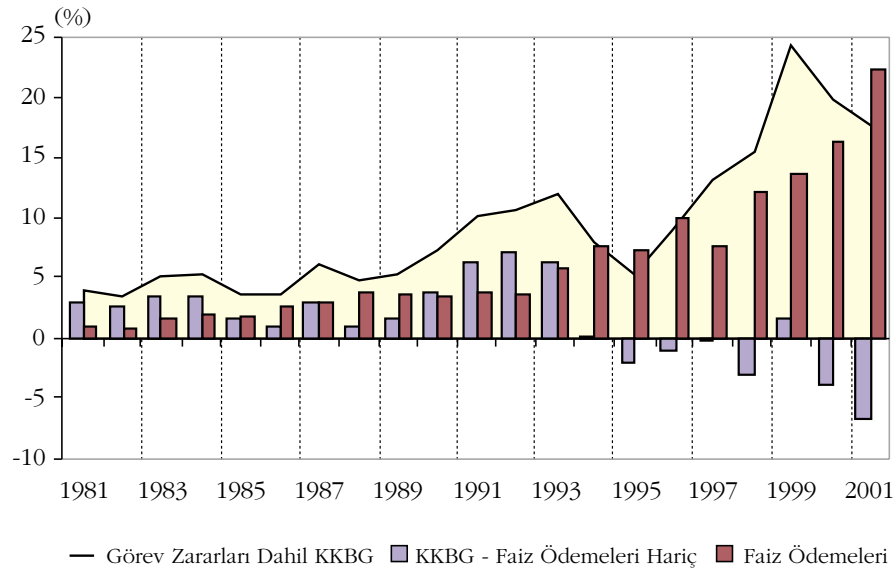
Grevlerde kaybolan işgünü istatistiklerinde 12 Eylül öncesi döneme göre ciddi bir artış varsa da, 12 Eylül döneminde kabul edilen Anayasa ve yeni çalışma yasaları çerçevesinde sendikal faaliyet hiçbir zaman 12 Eylül öncesindeki gücüne döne-

(1) 1987'de düzenlenen 307 greve 30 bin işçi katılmışken, 1989'da düzenlenen 171 greve 39 bin işçi katıldı. 1990 ve 1991'de yapılan, sırasıyla, 458 ve 368 greve katılım ise 165 bindi. (1993-94 Petrol-İş Yıllığı)

medi. Sendikaların girişmiş oldukları grev ve iş bırakma gibi eylemler sektörel düzeyde kaldı. Türkiye’de sendikal örgütler hala geniş kitleleri mobilize etmekte güçlük çekmektedirler. Sendikal örgütlenmenin siyasi ve toplumsal güç kaybı, sendikaların 1994 ekonomik krizine ve kriz sonrasında enflasyona karşı uygulanan ekonomik önlemlere verdikleri tepkinin zayıflığı ile tescillendi. Sendikal hareketin gücünün zayıflamış olmasına rağmen, siyasi otoritenin gelen talepleri karşılamadaki istekliliği reel ücretlerde artışa neden oldu.

1987 sonrasındaki siyasi rekabet ortamında ortaya çıkan popülist döngünün kamu bütçesi üzerindeki etkileri, kamu kesimi borçlanma gereksinimindeki (KKBG) belirgin artışta görülmektedir. (Şekil 3). Özellikle 1989-1991 yılları arasında kamu sektörü ücret artışlarındaki patlamanın yansıması sonucunda 1986’da %3.7 olan KKBG’nin GSMH’ye oranı, 1987-1989 döneminde ortalama %5.4 ve 1990-1992 arasında ise iki kat artışla ortalama %10.9 olarak gerçekleşmiştir.

Şekil 3. Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (GSMH’ya Oran)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Bir yandan kamu kesimi borçlanma gereksinimi hızla artarken, bir yandan da açık finansmanında 1986 yılından itibaren Merkez Bankası’nın para basma kaynakları dışında yollar aranmış ve devlet iç borçlanma senetlerinin alınıp satıldığı bono ve tahvil piyasalarına işlerlik kazandırılmıştır. Ayrıca, kamu iktisadi teşekküllerine (KİT) ve yerel yönetimlere mali özerklik statüsü verilerek bu kuruluşlara yapılan

otomatik bütçe transferlerinin ve bu transferlerin parasallaşma sürecinin sona ermesi, bu kuruluşları da yurtiçi piyasalardan borç almak zorunda bırakmıştır. Böylece yurt içi tasarruflar, bütçe ve KİT'lerin finansmanı için yeterli olmaktan uzaklaşmış, reel faizler artmış, bu da özel yatırımları olumsuz etkilemiştir. Bu gelişmeler üzerine, Cumhuriyet'in kurulduğu yıllardan beri var olan sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar Ağustos 1989'da tamamen kaldırılmıştır.

Sermaye serbestliği ile ülkeye çekilmeye çalışılan yabancı mali sermayenin bütçe finansmanının dışında o zamanki ANAP hükümeti için önemli olan ekonomik büyümenin hızlandırılması gibi amaçlara da hizmet etmesi beklenmekteydi. 1987 seçimlerinde oy oranı gerileyen ANAP kaybettiği oyları geri kazanmak için, ekonomik büyümenin hızlandırılmasına, istihdamın artırılmasına ve enflasyonda anlamlı bir düşüş sağlanmasına önem veriyordu. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi bu hedeflere ulaşılmasını sağlayacak bir araç olarak düşünülmüştü. Bu hedefler çerçevesinde, en azından kısa vadede, sermaye hesabı serbestleşmesi yolu ile yurtdışından daha fazla sermaye çekilerek daha çok ithalat finanse edilebilmiş ve 1991 genel seçimlerinden önce yurtiçi tüketim ekonomisinin canlandırılması doğrultusunda belli bir başarı sağlanmıştır. Ancak bu karar, sonraki 10-12 sene içerisinde ekonomide kırılganlığın ciddi ölçüde artmasına sebep olmuştur.

Dış ticaretin serbestleştirilmesi sonucu elde edilecek kazanımların sermaye hareketlerinin de ciddi oranda deregülasyonuna bağlı olduğu bir gerçektir. Ancak bu kararlar alınırken liberalizasyonların ön koşulları ve sıralamasının taşıdığı önem göz ardı edilmemelidir. Bu nedenle, bir çok ekonomist tarafından erken olduğu vurgulanarak sermaye hareketlerini serbestleştirme kararına karşı çıkmıştı.

Bütçe açıkları ve dolayısıyla borç yükü artarken ekonominin daha hızlı büyümesini beklemek iktisaden doğru bir yaklaşım değildi. Nitekim, kamu sektöründe mali disiplin sağlanmadan ve gerekli düzenleme ve denetleme kurumları oluşturulmadan girilen finansal liberalizasyon ve sermaye hareketleri serbestleşmesi sonucunda Türkiye, dönemin hükümeti tarafından beklenen büyüme potansiyelini gerçekleştirememesinin yanı sıra arzu edilmeyen ancak şaşırtıcı da olmayan sonuçlar ile karşı karşıya kaldı. Bu sonuçların başında yüksek ve kronik enflasyon ile büyüme sürecini ciddi boyutlarda kesintiye uğratan ekonomik krizler gelmektedir. İstikrarlı bir makroekonomik ortamın gündeme gelmemesi büyüme süreçlerinin zaman zaman krizler ile kesilmesine ve ciddi üretim kayıplarına yol açtı. Bütçe açıkları ile ya-

pısal reformlar vasıtasıyla mücadele edilmemiş olması iktisadi ajanların ileriye dönük enflasyon beklentilerini indirmemelerine, hatta muhtemel monetizasyon ve artan enflasyon beklentilerini bugüne taşıyarak enflasyondaki yapışkanlığı artırmalarına neden oldu.

Makroekonomik ve siyasi belirsizlikler hüküm sürerken ve özellikle bu karardan en çok etkilenecek finans sektörünü yeniden düzenleyen yasalar çıkarılmadan sermaye hesabının serbestleştirilmesinin erken verilmiş bir karar olduğu izleyen yıllarda görüldü.² Bu kararın ardından Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadele için kontrollü kur politikası izlemesi, TL'nin zaman içinde aşırı değerlenmesine yol açmış ve 1994 yılında hükümetin yanlış ekonomi politikaları yüzünden patlak veren krize katkıda bulunmuştur. Öte yandan, sermaye hesabının serbestleşmesinin üzerinden çok geçmeden bankacılık sektörü, düşük kur riski sayesinde yurt dışından düşük (%5-7) faiz oranlarıyla aldığı borçları devlete çok yüksek (ortalama %20) reel faiz oranlarıyla borç vererek önemli bir gelir kaynağı yaratmıştır.

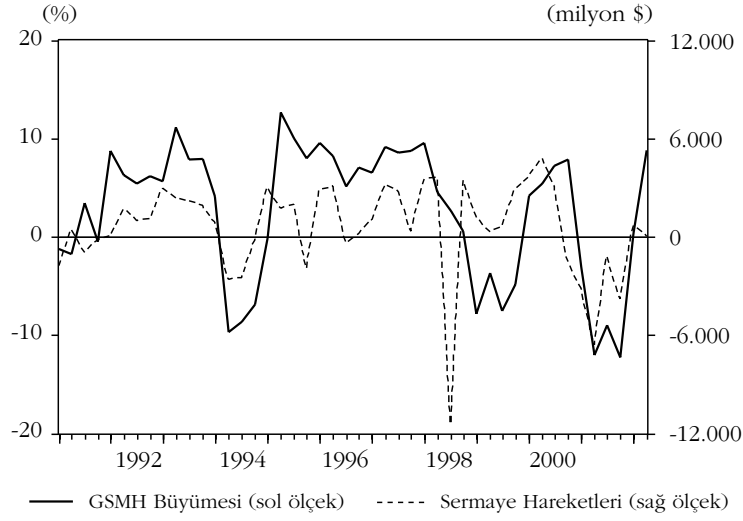
1994 krizinin ortaya çıkmasında yüksek enflasyon ortamında döviz kurunu kontrol edip faiz oranlarını düşürmek isteyen hükümetin çabaları rol oynamıştı. Bu tür bir uygulama sermaye hareketlerinin tam serbestiye tabi olmadığı bir ortamda daha uygulanabilir olabilirdi ancak mevcut ortamda Merkez Bankası'nın yabancı döviz rezervlerinde sürekli bir azalma gerçekleşti ve bu da Ocak 1994'te Türk Lirası'na spekülatif bir hücumu neden oldu.

Krizin patlak vermesinden sonra üç ay gecikmeyle yürürlüğe giren IMF destekli program, oldukça standart bir programdı. Türk Lirası, ABD doları karşısında % 28 devalüe edilirken, kamu sektörü ürün fiyatlarına ortalama % 30 zam yapıldı. 1994 yılı boyunca, kamu kesimini daraltıcı ve döviz kazandırıcı tedbirler uygulandı.³ Bu tedbirler sonucu, üretim ve istihdamda gözle görülür bir daralma yaşandı ve 1994 yılı GSMH büyüme hızı eksiye döndü. İhracatta hızlı bir iyileşme gerçekleşti, aynı zamanda ithalat patlaması tersine çevrildi ve neticede cari işlemler hesabında iyiye doğru bir gidişat gözlendi. 1995 yılı başından itibaren, kısa vadeli sermaye girişi artarken büyüme süreci yeniden başladı ve Türkiye ekonomisi krizi oldukça hızlı bir şekilde atlattı (Şekil 4).

(2) Türkiye'deki sermaye hareketlerinin zamansız serbestleştirilmesi ile ilgili olarak, bkz. Rodrik (1990).

(3) Daraltıcı tedbirler parasal daralma, cari giderlerde ve özellikle de KİT'lere yapılan para transferlerinde gider kesintilerini kapsamaktadır. Döviz kazandırıcı tedbirler ise devalüasyon kadar ihracatçılara fazladan verilen Eximbank kredilerini de içermektedir.

Şekil 4. Sermaye Hareketleri ve GSMH Yıllık Büyüme Hızı



Kaynak: DİE, TCMB

Görünürde, Türkiye ekonomisi 1994 krizinden sorunsuz ve hızlı bir biçimde çıkabilmiştir. TL'nin değer kaybetmesinin etkisiyle artan ihracat sayesinde, büyüme süreci 1995 yılının ilk aylarından itibaren yeniden ivme kazandı. Başta finans sektörü olmak üzere bütün kuruluşlarda, ekonomiye olan güven yeniden tesis edildi. Bunun sonucunda, 1994 yılına damgasını vuran yurtdışına yüklü miktarlarda sermaye kaçıışı, tersine çevrilebildi (Şekil 4). 1997 Asya krizine kadar, yükselen piyasalara yönelen genel sermaye akışlarıyla oluşan uygun mali ortamdan Türkiye de büyük ölçüde faydalandı.

Kriz sonrasında yürürlüğe konan devalüasyon ve kamu sektörü zamlarının ardından 1994 yılında %140'a ulaşan enflasyonun kontrolden çıkması, ekonominin bir hiperenflasyon dönemine girmesi ve böylece krizin daha da derinleşmesi olasılığı söz konusuydu. 1980'li yıllarda benzeri durumlarda Arjantin ve Brezilya ekonomilerinde fiyat-ücret sarmalı baş göstermiş, ve hiperenflasyon olgusu yaşanmıştı. Hızla artan fiyatlar karşısında reel ücretlerinin erimesine izin vermeyen sendikalar grev ve genel greve giderek ücretlerini arttırmış, üretim maliyetleri artan şirketler bu artışı fiyatlarına yansıtınca enflasyon daha da yükselmışti. Ancak, Türkiye'deki durum oldukça farklıydı. Türkiye'de yüksek ve kronik enflasyondan hiperenflasyona geçişin önündeki en önemli engel, emek piyasasının esnek yapısı ve sendikal faaliyetleri kısıtlayıcı yasalardı.⁴ Böyle bir ortamda 5 Nisan kararlarının üzerinden geçen bir yıl içinde, imalat sektöründe ortalama reel ücret % 35 azaldı.

(4) Türkiye işçi piyasasındaki esneklik ve maaş dağılımındaki düşüş ile ilgili kaynak olarak, bkz. Şenses (1994) ve Öz-mucur (1996)

1994 krizinin ardından 1999 yılı sonuna kadar geçen süre zarfında enflasyonun tek haneli rakamlara düşürülmesi için hiçbir çaba gösterilmedi. Öte yandan, hükümet tarafından kriz sonrasında alınan bazı önlemler, kısa vadede toparlanma sürecine katkıda bulunmuş olsalar da, bunun sağlıklı bir iyileşme olduğu sonradan anlaşıldı. Nitekim, bu dönemde görülen iyileşme sürecinin daha sonraki krizlerin de temellerini oluşturduğu bugün daha iyi anlaşılmaktadır. Bu bağlamda, hükümetin izlediği politikalar ile ilgili iki önemli noktadan bahsetmek faydalı olacaktır. İlk olarak, yurtdışından gelen kısa vadeli sermaye akışının teşvik edilmesi ve yurtdışına sermaye kaçışının önlenmesi amacı ile faizlerin yüksek tutulması, yurtiçi borçlanmada hızla bir yükselişe ve dolayısı ile 1990'ların sonlarına doğru yıkıcı sonuçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. İkinci olarak ise, krizin etkileri görülmeye başlandığı andan itibaren, bankalara daha rahat bir nefes aldirmek amacı ile, mevduat hesaplarının tam sigorta kapsamına alınması yönünde yapılan bankacılık sektörü düzenlemeleri daha sonraki dönemlerde sektörü olumsuz yönde etkilemiştir. Gerçekten de, bankacılık düzenlemeleri, istikrarsızlığın önemli nedenlerinden birini oluşturmuş; yeni bir yüzyıla girerken yaşanan son iki krizin oluşmasında anahtar rolü üstlenmiştir.

Yakından incelendiğinde ise, 1994 krizinin hemen ardından gelen makroekonomik iyileşmenin yüzeysel ve kırılgan bir nitelik taşıdığı görülebilir. Kamu kesiminde görülen mali dengesizlikler, farklı bir şekilde de olsa, istikrarsızlığın ana sebebi olmaya devam etmişlerdir. Çoğunlukla KİT açıklarının gerilemesine bağlı olarak, 1994 krizinden hemen sonra KKBG/GSMH oranında bir azalma olduysa da, bu durum çok uzun sürmemiştir (Şekil 3). 1990'ların sonunda, bütçe açığı yeniden rekor seviyelere ulaşmıştır. Burada vurgulanması gereken nokta, kamu kesimi mali dengesizliğin ardında yatan nedenin değişmiş olmasıdır. Bu çerçevede, bütçe harcamalarında transfer ödemelerinin oranının gittikçe arttığı görülebilir. Bu da, aslında, yurtiçi piyasalardan yapılan kamu borçlanmalarındaki faiz yükünün artmasının belirgin bir yansımasıdır (Şekil 3). Geçmiş dönemlerle paralellik gösteren tek olgu, kamu kesimi yatırımlarının sınırlanmasıdır. Bu ise, Türk ekonomisinin uzun vadeli büyüme performansını olumsuz yönde etkileyecek bir gelişmedir.⁵

1994'den sonra geçen süre içinde en ciddi istikrar çabası 1999 yılı sonunda geldi. Özellikle Rusya krizi ve Marmara depreminin ardından iç borçlanma maliyetle-

(5) Ayrıca, bütçe açığının boyutunun, resmi veriler tarafından, olduğundan daha az gösterildiğinin kabul edilmesi gerekmektedir. Türkiye'deki bütçe açığının boyutlarının olduğundan eksik gösterilmesi ile ilgili kaynak için, bkz. Sayıştay (2000) ve Akçay ve diğerleri (2001).

ri artma eğilimine girmişti. Bu arada dış finansman sağlamak açısından önemli işlevleri olan IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar mevcut durumun sürdürülemezliği konusunda ısrarlı bir tutum sergilemeye başladılar. Nisan 1999'daki seçimlerin ardından işbaşına gelen DSP-MHP-ANAP koalisyonu iç ve dış şartların da zorlamasıyla, geçmiştekilerden daha ciddi bir şekilde hazırlanmış ve yıllarca geciktirilmiş yapısal reformları da içeren bir istikrar programını 2000 başında uygulamaya koydu. Geçmişte IMF'yle yapılan stand-by uygulamalarının başarısızlıkla sonuçlanmasının ardından yapılan bu son anlaşmada IMF, hükümetin ekonomik politikalarını daha sıkı kontrol altına alabilmek için ve yıllardır ertelenen özelleştirme ve bankacılık sektörü reformu gibi konularda kazanımlar elde edebilmek için çok detaylı bir program hazırlanmasını istedi ve bu program çerçevesinde uygulama 2000 yılı başında başladı.

IMF destekli enflasyonla mücadele programını daha önce diğer yüksek enflasyon ülkelerinde uygulanan kur çıpasına dayalı IMF programlarından ayıran en önemli düzenleme, kur çıpasının programın uygulamaya konulmasından 18 ay sonra yavaş yavaş terk edilip üçüncü sene sonunda oluşacak serbest kur rejimine yumuşak geçişin öngörülmesiydi. Bu sayede, uzun süreli kur çıpasına dayalı diğer istikrar programlarında gözlemlenen ülke parasının aşırı değerlenmesi ve spekülatif saldırı sonucu mecburi devalüasyon ve programın başarısızlığının önüne geçilmek istenmişti. Program, özelleştirme gelirleri için konulan taban değer, kısa vadeli kamu ve Hazine garantili dış borç stoku için konan tavan değer ve zaman içinde öngörülen faiz dışı bütçe fazlası gibi düzenlemelerle hükümette mali disiplini yerleştirmeyi amaçlıyordu. Öte yandan, Merkez Bankası net iç varlıklarına getirilen tavan ve net dış varlıklara getirilen taban değerlerle Merkez Bankasının "kısmi para kurulu" gibi çalışması öngörülmüyordu.

Piyasalar, Ocak 2000'de uygulamaya konulan programa çok olumlu tepki verdi. Kur riskinin ortadan kalkmasıyla birlikte bankalar döviz açık pozisyonlarını hızla arttırdılar ve yurt dışından aldıkları borçlarla tahvil ya da bono alma yoluna gittiler. İkincil piyasada işlem gören Hazine kağıtlarının ortalama yıllık bileşik faizleri, bir ayda 30 puan düşerek %45'lere düştü. Dış piyasalarda oluşabilecek şokları bir yana bırakacak olursak, istikrar programı iki tür risk içermekteydi. Birincisi diğer ülke programlarında da gözlemlenen, reform yorgunluğu ve mali reformlara yönelik performans kriterlerinin tutturulamaması. İkinci risk ise para ve kur programı sonucu "kısmi para kurulu" na dönüşen Merkez Bankası'nın ani bir para çıkışı sonucu

piyasanın likidite ihtiyacını karşılayamayacak olması ve bunun sonucunda gecelik piyasalardan fonlama yapmak zorunda kalan bankalarda kırılganlığın artabileceği riski idi. Piyasada yer alan finansal kuruluşlar, programın başlangıcından itibaren bütün bu risklerin farkındaydılar; verilen kararlarda, karar verilen portföy dağılımlarında, programın riskleri ile faizlerin düşmesinden dolayı ortaya çıkacak sermaye kazancı ödünleşimi belirleyici bir rol oynadı.

Kur çıpasına dayalı olan bu yeni istikrar programı da sabit gelirlilerden bazı özveriler bekliyordu. Özellikle kamuda çalışan işçi, memur ve emekli gibi sabit gelirlielerin maaş zamları gerçekleşen değil hedeflenen enflasyon oranıyla uyumlu bir şekilde arttırıldı. Reel ücretlerdeki gerilemenin neden olduğu talep düşüşü, tüketici kredileri yoluyla dengelendi. Bono ve tahvil faizlerindeki hızlı düşüş karşısında bankalar ellerindeki kaynakları tüketici kredileri olarak kullandırma yoluna gitti. Faizlerdeki hızlı düşüş ve bireysel kredi almak konusundaki kolaylıklar bir anda dayanıklı tüketim malları talebini arttırdı. Bu sektörlerde hem iç üretim hem de ithalat, dolayısıyla cari açık hızla arttı.

Yapısal reformlarda 2000 yılının ilk beş ayında gerçekleştirilen başarılı icraat, sıra bankacılık sektörü ve özelleştirme gibi alanlara geldiğinde devam ettirilemedi. Siyasi elitler yıllarca denetim dışındaki bir kasa gibi kullandıkları devlet bankalarının kontrollerinden çıkmasına ve özelleştirilmesine karşı ciddi muhalefet gösterdiler. Özellikle 1994 krizinden sonra IMF'nin bütçe açıklarını bir performans kriteri gibi görmesi nedeniyle bütçeden karşılanamayan tarımsal destekleme alımları, esnaf-sanatkarlar ve tarımsal kesime kullandırılan krediler gibi mali yükler doğrudan devlet bankalarının sırtına yüklenmekteydi. Öte yandan, IMF'ye verilen yapısal reform taahhütleri arasında olmasına rağmen bankacılık sektörünün denetlenmesi ve düzenlenmesinden sorumlu üst kurulun oluşturulması da ancak gecikmeli olarak 31 Ağustos 2000'de hayata geçirildi. Bunun yanı sıra, IMF'ye verilen niyet mektubunda yer almasına rağmen tamamen meclis denetiminin dışında bulunan bütçe-dışı fonların tasfiyesi konusundaki çalışmalar yavaşladı.

Yapısal reformlardaki gecikmeler, cari işlemler açığında görülen aşırı artış (sürdürülemez bir cari açık problemi oluşmuş olmamasına rağmen özellikle basının da bu konudaki yanlış yönlendirmelerinin de etkisiyle) ve nihayetinde programın sürdürülebilirliğine ilişkin şüpheler, yabancı yatırımcıların önemli boyutta fonu yurt dışına çıkarmalarına yol açtı. Hızla yükselen faizlerin sonucunda, aktifleri arasında ağırlıklı olarak TL tahvil ve bono taşıyan ve bu aktifleri çok kısa vadeli borçlanmayla finanse etmiş olan görece büyük bir banka sistem için artan derecede tehlike ya-

ratmaya başladı. Kasım 2000'in son haftasında piyasalardaki kriz havasını kontrol altına almak isteyen Merkez Bankası piyasaya 4.3 milyar ABD doları karşılığı TL verdi. Ancak, bu paranın olduğu gibi Merkez Bankası'na geri dönüp döviz rezervlerinin azalmasına yol açması üzerine, hem net iç varlıklar tavan değerinin üstüne çıktı hem de dış varlıklar taban değerinin altına inildi. Devreye giren IMF'nin de baskısıyla Merkez Bankası piyasaları fonlamaktan vazgeçti. Bunun sonucunda 1 Aralık günü gecelik basit faiz oranları % 1,700'e ulaştı. Aralık'ın ilk haftasında likidite krizinde önemli rolü bulunan bankaya BDDK tarafından el konması ve IMF'den gelen 7.5 milyar dolarlık ek kaynakla piyasalar sakinleşti.

Piyasaların tansiyonunun bir nebze düşmesine rağmen, 2001 yılı başlangıcında faizler yüksek seviyelerde kaldı, bu ise düşüş gösteren enflasyon ve TL'nin değer kaybı ile uyumsuzluğun ortaya çıkmasına neden oldu. Öte yandan görev zararlarını gecelik piyasalardan borçlanarak temin eden kamu bankaları ile gecelik piyasalardan borçlanan özel bankalarda kırılganlığın artmasına yol açtı. 19 Şubat 2001 tarihinde Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer ile Başbakan Bülent Ecevit arasında gerçekleşen ve piyasalara olduğu gibi yansıtılan siyasi buhran, zaten kırılgan olan finansal piyasada yeni bir çalkantıya ve yeni bir likidite krizine yol açtı.⁶

Para çıkışı sonucu borç bulmakta güçlük çeken bankalar, ortalama gecelik faizlerin 20 Şubat günü %2,000 seviyelerine; 21 Şubat günü ise % 4,000'lere çıkmasına neden oldu. Üç gün içinde Merkez Bankası rezervleri 5 milyar ABD Dolar'ı daha azaldı ve sonunda 23 Şubat günü Merkez Bankası kur çıpasının terkedildiğini ve serbest kur rejimine geçildiğini açıklamak zorunda kaldı⁷.

Serbest kur rejimine geçilmesi her ne kadar gecelik faizlerin düşmesine neden olmuşsa da, finansal krizin etkileri uzunca süre Türk ekonomisini etkisi altına aldı. Hazine borçlanma maliyetleri yükseldi: hazine bonolarının yıllık ortalama bileşik faizi Şubat 2001'de %110, Mart ayında ise %193 seviyesine çıktı. Öte yandan Hazine

(6) Birinci ve ikinci kriz ile ilgili önemli bir saptamayı belirtmekte fayda var. Birinci kriz bir TL likidite krizi idi; sistemdeki tıkanmayı yaratan ajanın tasfiyesinde geç kalınırken bu arada fonlanan piyasalar belirsizlik döneminde dövizde dönmekte tereddüt etmedi ve kriz nitelik değiştirme eğilimi gösterdi. Kasım krizinden sonra fonlama problemleri Demirbank devre dışı kalmış ve özel bankalarda kısa vadeli repo fonlaması azalma trendine girmişken kamu bankalarında bunun tam tersi bir trend yaşanmaya başlamış, başka bir deyişle kısa vadeli fonlama problemi kamu bankalarında ciddi bir problem haline gelmiştir. İkinci kriz de bir pratikte bir döviz likiditesi problemi yaşanmış olmasına karşın esasen kamu bankalarının yeniden yapılandırılmasının devreye sokulmamış olması yüzünden ortaya çıkmıştır. Döviz likidite probleminin kısa süreli de olsa yaşandığı, sistemde sürdürülebilirliğin ciddi şekilde devreye girdiği, faizlerin sabit kur rejimi içinde son derece yükseldiği, devletin tepesinde bir kriz yaşandığı gibi tetikleyici nedenler belli katkılarda bulunmuş olsalar da ikinci krize de geciken reformların faturası olarak bakmak doğru yaklaşım olacaktır.

(7) 23 Şubat günü TL, ABD doları karşısında ortalama % 28 değer yitirdi, kur 685,000 TL/ABD Dolar'ından ortalama 958,000 TL/ABD doları'na yükseldi.

ortalama borçlanma vadesi Kasım 2000'de 345 gün iken, Şubat 2001'de 57 güne düşerken, Mart ayında ise 98 gün olarak gerçekleşti.

Tasarlanacak yeni programa güvenilirlik sağlamak amacıyla Dünya Bankası Başkan Yardımcısı Kemal Derviş, Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanlığı'na getirildi. 15 Mayıs 2001 tarihli toplantısında IMF İcra Kurulu, 2004 yılının sonuna kadar 8 milyar ABD dolarlık ek bir kaynak ile "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" adıyla bilinen ekonomi programını onayladı⁸. Önceki programın aksine bu istikrar programında enflasyonu düşürme değil özellikle bankacılık sektörünü ilgilendiren yapısal reformlar ön plana çıkarıldı. Bankacılık reformu 2 kamu bankasının yeniden yapılandırılması, diğer iki kamu bankasının özelleştirilip kapanması, TSMF'deki bankaların bir an önce satılıp geriye kalan özel ticari bankaların sermaye artırımının sağlanması gibi önemli maddeleri içeriyordu.⁹

Parasal açıdan kur çıpasının kalkmasından sonra ortaya çıkan nominal çıpa eksikliğinin enflasyon üzerinde olası olumsuz etkileri kademeli olarak geçilecek "enflasyon hedeflemesi" ile giderileceği açıklandı. Gerekli şartlar oluşana kadar döviz kuru Merkez Bankası'nın aktif oyuncu olmayacağı piyasalardaki arz ve talebe göre belirlenecekti.¹⁰

Kasım ve Şubat finansal krizleri sonrası kırılganlığı artan bankacılık sektörünün açık pozisyonlarından dolayı serbest kur rejimi altında zarar görmemesi için ve daha da önemlisi uzun vadelerde borçlanmakta zorlanan Hazine'nin fonlama maliyeti sorununu çözmek amacı ile Haziran 2001'de bankalar ile Hazine arasında 1-2 yıl vadeli TL cinsinden bono ve tahvillerin ortalama 3-5 yıl vadeli döviz cinsli tahvillerle yaklaşık 8 milyar dolarlık "gönüllü takas" gerçekleştirildi. 2001 yılında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılıp rehabilite edilmesi için atılan adımların yaklaşık toplam maliyeti 2001 yılının GSYİH'nın %27.7'sine ulaştığı BDDK tarafından belirtilmiştir¹¹.

Şubat 2001 krizinin ardından 15 Mayıs 2001'de yürürlüğe giren "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı," mali sektördeki reformların yanı sıra son yirmi yıldır süre-

(8) Sağlanan bu ek kaynak ile 2000 yılı sonrası IMF'nin Türkiye'ye yaptığı toplam maddi destek 19 milyar ABD dolarına ulaştı.

(9) Ayrıntılar için 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubuna bakılabilir: <http://www.treasury.gov.tr/loi150501.pdf>

(10) 2001 yılı parasal politikası'nın ayrıntıları için: http://www.tcmb.gov.tr/yeni/paraprog/mon_policy.pdf

(11) Bu maliyetin yaklaşık %15.8'i kamu bankaları, geriye kalan %11.9 ise TSMF'deki bankalardan kaynaklanmıştır.

li ertelenen yapısal reformları da kapsamaktaydı. Bu reformlar arasında Merkez Bankası'nın özerkliğinin yasal olarak tanınması; kamu bankalarının görev zararlarının kaldırılması; devlet bütçesinde şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması için borçlanma faaliyetlerinin yasayla yeniden düzenlenmesi; bütçe içi ve bütçe dışı fonların kaldırılması; daha etkin, rekabetçi ve uluslararası normlara uygun kamu ihale sisteminin oluşturulması için yasal düzenleme; sivil havacılık, telekom, doğal gaz, şeker ve tütün gibi ekonominin önemli sektörlerinde rekabetin ve etkinliğin artırılması için üst-kurulların oluşturulmasını sayabiliriz. Bu yapısal reformların hemen hemen hepsi de 2001, en geç 2002 yılı içinde uygulamaya konmuştur.

Yapısal reformların yanı sıra özellikle borç yükünü sürdürülebilir hale getirmek için kamu sektörünün 2001 ve 2002 yılları içinde GSMH'nin % 6.5'una karşılık gelecek bir bütçe fazlası vermesi de programda yer aldı. Programın bütçe politikası için öngördüğü sınırlara uymak için hükümet elinden gelen çabayı gösterdi. Çok gecikmeli olarak ve ancak krizin ardından IMF'nin yoğun baskısı altında uygulanan yapısal reformlar, Türkiye ekonomisinin son 50 yılda yaşamış olduğu en önemli krizden sağlıklı bir yapıya kavuşarak çıkması için gerekli altyapıyı hazırlamıştır.

B Ö L Ü M

ENFLASYON-BÜYÜME ETKİLEŞİMİ

3. ENFLASYON-BÜYÜME ETKİLEŞİMİ

Çalışmanın bu bölümünde enflasyon-büyüme arasındaki ilişki üzerine literatürde yer alan çalışmaların eksik bulduğumuz yönleri üzerinde durduktan sonra bu eksikliklerin nasıl geliştirilebileceğini ele almaktayız. Türkiye deneyiminde bu eksikliklerin ne denli önemli olabileceği, ülkemizdeki enflasyon ve büyüme dinamikleri göz önüne alındığında açıkça görülmektedir.

Bu bölümde, enflasyon-büyüme tartışmasına kısaca yer verildikten sonra literatürde son dönemde yapılan çalışmaların temel katkısı olan "eşik enflasyon" kavramı üzerinde durulacaktır. Enflasyonun yanı sıra, tüm gelişmekte olan ekonomiler için borç stokunun büyüme üzerindeki etkisinin de bir "eşik değer" yaklaşımıyla ele alınması daha doğrudur. Türkiye özelinde bütçe açıkları (dolayısıyla artan borç stoğu)-enflasyon ilişkisinin ağırlıklı açıklayıcı gücü nedeniyle böyle bir yaklaşım daha anlamlıdır.

3.1. Literatür’de Enflasyon ve Enflasyon-Büyüme Etkileşimi

Hiperenflasyona gidilmediği sürece tüm fiyatların enflasyon oranı üzerinden uyarlanabileceği ve böyle bir ortamda enflasyonun reel değişkenler üzerindeki etkisi itibarıyla oldukça nötr bir değişken olduğu görüşü zaman zaman çeşitli toplumlarda genel kabul gören bir yaklaşım olmuştur. Bu yaklaşım, tam endeksleme yoluyla enflasyonun olumsuz etkilerinin ortadan kaldırılabilmesi, bir başka ifadeyle, enflasyon oranının bu anlamda önemi olmadığı gizil önermesini içermektedir. Bu tür bir yaklaşımda yüksek enflasyonun görece fiyatlar, kaynak dağılımı, büyüme vb. üzerinde yol açtığı önemli maliyetler, tamamen ya da büyük ölçüde, yok varsayılır.

Enflasyonun reel değişkenler üzerindeki etkisi itibarıyla oldukça nötr bir değişken olduğu görüşü enflasyonun neden olduğu belirsizliğin iktisadi sonuçlarının da göz ardı edilmesi sonucunu doğurur. Oysa, enflasyon oranı ile enflasyon oranının oynaklığı (volatilité), yani belirsizlik arasında güçlü bir ilişki vardır. Enflasyondaki oynaklığın yüksek enflasyon oranlarında daha fazla olduğu, dahası artan oynaklığın enflasyon düzeyini de yukarı çekici bir etki yaptığı ve bu karşılıklı etkileşimin bir kısır döngü oluşturduğu iktisat literatüründe üzerinde oldukça çalışılmış bir konudur. Daha teknik bir jargon kullanacak olursak, öngörülebilir (anticipated) yüksek enflasyon değerleri, enflasyonun öngörülemez kısmında daha yüksek bir oynaklık (volatilité) ile ilişkilenebilir, yani enflasyona dair belirsizlik, yükselen enf-

lasyon oranlarında daha yüksek seyretmektedir.¹² Enflasyon oranının yüksek olduğu ortamlarda gelecekteki enflasyon oranlarına dair belirsizlik de yüksek olmaktadır.¹³ Yüksek enflasyon ortamlarında ileriye dönük öngörülerde bulunmak dolayısıyla daha zor hale gelmekte ve artan belirsizlik zaman ufkunu daraltarak yatırım kararlarını baltalamaktadır. Enflasyondaki oynaklığın, dolayısıyla enflasyona dair belirsizliğin yüksek olduğu ortamlarda yukarıda sözü edilen endeksleme anlamına yitirmekte, ekonomik ajanlar farklı enflasyon beklentilerine karşılık gelen farklı fiyat ve ücret artışlarını yürürlüğe koymakta, bu da zaman içinde enflasyonun yükselmesine yol açmaktadır.

Enflasyonun bir diğer maliyeti, görelî fiyat değişkenliğini de artırıyor olması ve bu yolla etkin kaynak dağılımı için elzem olan fiyatların bilgi içeriğinin hasar almasıdır. Yapılmış olan ampirik çalışmalar mallar arası görelî fiyat değişkenliğinin ve aynı malın değişik dağılım noktalarındaki fiyat değişkenliğinin artan enflasyon oranıyla beraber yükseldiğini göstermektedir (Lach ve Tsiddon, 1992). Artan değişkenlik, görelî fiyat ayarlamasını son derece zorlaştırarak etkin kaynak dağılımını bozduğu gibi enflasyonun kendi kendini besler bir süreç haline dönüşmesine de önemli katkıda bulunmaktadır (Paldam, 1994).

Enflasyonun yukarıda kısaca belirtilen maliyetleri, enflasyonun büyüme üzerindeki etkisinin de olumsuz olmasına yol açmaktadır. Bu çalışmada enflasyonun büyüme üzerindeki olumsuz etkisi ele alınmaktadır. Bu etkinin net olarak ortaya konabilmesi, büyüme-enflasyon ilişkisine dair toplumda yaygın olan yanlış kanının değiştirilebilmesine olanak verecek, böylece, özellikle derin bir ekonomik krizin ardından enflasyonun kalıcı olarak düşürülmesinin gündemde olduğu bir zamanda, enflasyonla mücadelenin temel koşullarından birisi yerine getirilmiş olacaktır.

Büyüme-enflasyon ilişkisine dair toplumda yaygın olan yanlış kanının temelinde, geçmişte, bu iki değişken arasındaki ilişkinin pozitif olduğu görüşü yatmaktadır. Büyüme-enflasyon ilişkisinin doğru bir temele oturtulabilmesi için, öncelikle, zaman içinde bu konudaki görüşlerin nasıl değişmiş olduğuna kısaca bakmakta fayda vardır.

(12) Bu konuda literatürün ayrıntılı bir taraması için, bkz. Ball and Cecchetti (1990). Burada enflasyonun "öngörülemez" kısmından kastedilen, gerçekleşen enflasyon oranıyla tahmin edilen oran arasındaki fark, daha basit bir deyişle öngörü hatası, istatistiki tabiriyle tahmin denklemindeki kalıntı (residual) terimidir.

(13) Bu konuda literatürün ayrıntılı bir taraması için, bkz. Ball and Cecchetti (1990).

Enflasyon ve büyüme arasındaki etkileşim, makroekonomi literatüründe gerek teorik çeşitlemeler, gerekse ampirik testler vasıtasıyla egemen sorunsal olma özelliğini uzun süredir muhafaza etmektedir. Enflasyon ile büyüme oranı arasındaki ilişkinin pozitif olduğu, daha da önemlisi yüksek enflasyona razı olunduğu takdirde büyüme hızının daha yüksek gerçekleşeceği fikri, Phillips eğrisi olarak bilinen ilişkide ifadesini bulmuş ve uzun süre makroekonomi teorisinde hakim görüş muamelesi görmüştür. Bu bağlamda yaygın kabul gören teorik yaklaşımın dünya ekonomisinin maddi koşullarından birebir etkilendiğini teslim etmek gerekir: enflasyon - büyüme ilişkisinin pozitif olduğu savı gerek İkinci Dünya Savaşı sonrasında gelişmiş ülkelerde gözlenen yüksek enflasyon ve yüksek büyüme deneyimi ile, gerekse parasalcı iktisat yaklaşımının (monetarist economics) bu dönemleri takip eden dönemlerde iktisat literatüründeki ağırlığı ile beslenmiştir. Standart parasalcı yaklaşıma göre, hiperenflasyona gidilmediği sürece üretimdeki bir daralmayı bertaraf etmenin en kolay ve garantili yolu parasal genişlemeye gitmektir. Basitleştirilmiş bir ifade şekli olsa da yukarıdaki tanımlama parasal iktisadın kaba yaklaşımını özetlemektedir ve Friedman ve Schwartz'ın (1963) Büyük Depresyon analizlerinin de temelini teşkil etmektedir.

Enflasyon-büyüme ilişkisinin Phillips eğrisi ve parasalcı yaklaşım tarafından özetlendiği kadar basit olmadığı, henüz bu yönde ampirik bulgular ortaya çıkmadan yazılmış olan Bailey'in (1956) klasik makalesinde temel önerme olarak yer almıştır. Bailey bu çalışmasında, açık finansmanın, yani enflasyon vergisi yoluyla kaynak yaratmanın refah maliyetinin milli gelir cinsinden son derece yüksek olduğu savını ileri sürmüştür. Bu yöntemin görünüşte düşük maliyetliymiş gibi algılanmasına rağmen, aslında son derece yüksek maliyetli olduğunu hem teorik modelleme hem de Birinci Dünya Savaşı sonrası hiperenflasyon yaşayan ülkeler özelinde ampirik olarak göstermiştir.

Bailey'in son derece önemli olan çalışmasında ortaya konulan kuvvetli sonuçlara rağmen, enflasyon-büyüme ilişkisi yine de tartışmalı bir konu olmuştur. 1950 ve 60'lı yıllarda enflasyonun sermaye birikimine olumlu katkı yaptığını vurgulayan Mundell-Tobin etkisi geniş kabul görmüştür. Mundell-Tobin etkisi para saklama güdüsü ile sermaye birikimine yönelik portföy hareketlerine yönelmenin birbirlerinin alternatifi olduğu varsayımına dayanmaktadır. Artan enflasyon oranı, iktisadi ajanları para saklamanın maliyetinin artması yüzünden para tutmaktan uzaklaşmaya ve sermaye birikimine yönelik bir portföy değişikliğine gitmeye zorlamakta ve nihai

analizde sermaye birikiminin artması büyüme hızına olumlu etki yapmaktadır. Bu yaklaşım, paranın değer muhafaza etme (store of value) fonksiyonuna dayanmaktadır. Ancak, gerek paranın değer muhafaza etme kabiliyetini faiz getirisi olan varlıklar karşısında büyük ölçüde kaybetmesi, gerekse para talebi ile sermaye birikimi arasındaki birlikteliği vurgulayan ve gösteren çalışmaların ortaya çıkması ile Mundell-Tobin etkisi yaklaşımı geçerliliğini büyük ölçüde kaybetmiştir.

Bailey'in modeli, daha sonra geliştirilen neo-klasik modellerde olduğu gibi, para talebinin enflasyonist ortamda azalması üzerine kuruludur. Bu yüzden, günümüzdeki modern para piyasalarının beklenen (tahmin edilebilir; anticipated) enflasyona karşı geliştirdiği korunma tekniklerinin var olduğu koşullarda, değişikliğe uğratılmak durumunda kalmıştır. Güncel yorum, enflasyonist ortamlarda sermaye kayıp ya da kazançlarının çok keskin olabileceği, dolayısıyla gittikçe artan miktarlarda reel kaynağın nakit ve portföy idaresi için kullanılması gerektiği, bunun da üretim faaliyetlerine gidebilecek kaynak ve zamanın enflasyondan korunma yolunda heba edilmesi anlamına geldiği şeklindedir.

Bir benzetme yapmak gerekirse, çalışma haftasının bazı günlerinin de eklenmesiyle uzayan bayram tatillerini ve akabinde alıştığımız gazete manşetlerini hatırlayalım. Uzun tatilin milli gelir cinsinden kayıp olarak neye karşılık geldiğini aktaran ve bu denli uzun tatillerin ciddi gelir kaybına yol açtığını ima eden manşetlerdir söz konusu olan. Buna çok benzer bir şekilde, enflasyonist bir ortamda iktisadi ajanların varlıklarının reel değerinin erimesini önlemek ya da reel olarak en yüksek getiriyi sağlayacak olan portföy bileşimini bulmak için harcadıkları zamanı, enerjiyi, ve bunun asli işlerindeki üretkenliklerinde yarattığı düşüşü göz önüne getirelim. Bu kaybın elbette milli gelir cinsinden bir ifadesi olacaktır ve bu çabanın yüklü sayıda iktisadi ajan tarafından her gün sarf edildiğini düşündüğümüzde maliyetin yüksekliği açıkça ortaya çıkmaktadır.

Yukarıdaki yaklaşım tamamı ile Bailey'in orijinal çalışmasındaki önermelere dayanmaktadır. En basit ifadeyle, emek ve diğer kaynakların optimal kullanımı üzerine inşa edilen bu modeller, hane halkları ve firmalar için enflasyonist ortamlarda kaynakların üretken faaliyetlerden enflasyonun etkisini bertaraf etmeye yönelik faaliyetlere kaydırılması önermesine dayanmaktadır. Geleneksel anlamda etkin bir üretici olmak ikinci plana düşmekte, enflasyonu doğru tahmin edebilmek ve gerekli portföy kaydırmasını ve nakit idaresini doğru yapabilmek ön plana çıkmaktadır.

Kıt kaynaklar bu yolla israf edilirken büyümeden feragat edilmekte, büyüme oranı potansiyel büyüme oranının çok altında gerçekleşmektedir.

Phillips eğrisinde ifadesini bulan enflasyon-büyüme arasında pozitif bir ilişkinin var olduğu önermesine en yetkin ve kapsamlı eleştiri, Lucas'ın (1973) iktisat tarihinde çok önemli bir yeri olan klasik makalesi ile gerçekleştirilmiştir. Lucas, ada modeli (island model) olarak da bilinen teorik çerçeve kapsamında, pozitif enflasyon-büyüme ilişkisinin teorik olarak sadece fiyat düzeyinin kararlı ve talep yaratıcı politikaların değişkenliğinin düşük olduğu ekonomilerde bulunabileceğini göstermiştir. Bunun yanı sıra Lucas, bu ilişkinin, kendisinden yararlanılmaya kalkışılmasıyla ortadan kalkacağını, ve tersi özellikler gösteren ekonomilerde bu tür bir seçeneğin zaten bulunmadığını da göstermiştir. Yüksek ve düşük enflasyon yaşayan ülke verileri ile bu noktaları ampirik olarak da destekleyen Lucas, enflasyona dair belirsizliğe bağlı olarak ortaya çıkan büyüme kaybını gösterecek çalışmalara da temel teşkil edecek çerçeveyi tanımlamıştır. Gerek Lucas'ın çalışmasında, gerekse daha sonra aynı tema etrafında geliştirilecek çalışmalarda, ana fikir fiyat mekanizmasının sinyal niteliğini artan belirsizlik ortamında kaybetmesidir.

Parasal genişleme ile gelen büyümeyi vurgulayan standart parasalcı iktisat yaklaşımının geçerliliğini ya da çok da fazla test edilememiş itibarını kaybetmesi özellikle Latin Amerika ülkelerinin deneyimleri ile gündeme gelmiştir. Bu ülkelerin deneyimleri hem makroekonomik ortamdaki istikrarın büyüme performansı üzerinde ne kadar etkili olduğunu göstermiş, hem de basit mukayeseli istatistiksel analizler vasıtasıyla parasalcı yaklaşımın geçersizliğini belgelemiştir. Bütçe disiplininin sağlanması ve enflasyonun makul düzeylere (%15-30 aralığı) indirilmesi, Meksika ve Şili'nin büyüme performansını olumlu etkilemiş, Brezilya'nın 1980'li yılların ikinci ve 1990'lı yılların ilk yarısındaki büyüme problemleri yüksek enflasyon ve makroekonomik istikrarsızlık ile eşanlı olarak gündemde kalmıştır (Fischer, 1993). Bergoing ve diğerleri (2001) ise geliştirmekte olan ülkelere parasalcı yaklaşımın yetersiz kaldığını 1983-87 yıllarını kapsayan Meksika ve Şili verilerini kullanarak son derece yalın bir şekilde belgelemişlerdir. Parasal genişleme ve enflasyon rakamları Şili'nin rakamlarının ciddi şekilde üzerinde seyreden Meksika'nın, büyüme performansında Şili'nin ciddi şekilde gerisinde kaldığını göstermişlerdir.

Makroekonomik ortamın istikrarsızlığında enflasyonun düzeyi kadar oynaklığının da önemli bir rol oynadığı gerçeği yaygın olarak kabul görmektedir. Ne var ki

enflasyonun düzeyi ile oynaklığı arasındaki korelasyonun çok yüksek olması, kesit (cross-sectional) veri tabanlarında belirsizliğin kaynağının tesbit edilmesinde ampirik zorluklar yaratmakta, bu ayrımı yakalamaya yönelik çabalar sonuçsuz kalabilmektedir (Fischer, 1993). Aynı çalışmasında Fischer, makroekonomik ortamın istikrarsızlığının en önemli göstergesinin bizzat enflasyonist bir ortamın varlığı olduğunu öne sürmektedir. Fischer, enflasyonun kontrol edilemediği bir ortamın kontrolü kaybetmiş bir ekonomi yönetiminin en bariz göstergesi olduğunu ve bunun da yatırım ve büyüme yolunda en önemli engeli oluşturduğunu vurgulamıştır. Bu vurgunun ardından Fischer, düşük enflasyonla beraber makroekonomik istikrarın göstergesi olan değişkenlerin hiçbirinin enflasyon gibi politika bazında kontrol edilebilir olmadığını, bu değişkenlerin tümünün çeşitli şoklar karşısında değişik optimal değerler alacağını ve enflasyondaki düşük düzey kararlılığının büyümeye uygun bir istikrar ortamının en doğru göstergesi olduğunu öne sürmüştür.

Büyüme-enflasyon ilişkisini irdeleyen ampirik çalışmalarda bulgular her zaman arzulanan keskinlikte olmamıştır. Fischer yukarıda adı geçen çalışmasında düşük enflasyon ve bütçe açığı düzeylerinin yüksek büyüme için her koşulda geçerli gerekli koşullar olmadığı, istisnai örneklerin mevcut olduğu, buna karşın yüksek enflasyonun sürdürülebilir büyümeyi imkansız kıldığı sonuçlarına ulaşmıştır. Bruno ve Easterly (1998) ise enflasyon ve büyüme arasındaki negatif ilişkiyi vurgulayan mevcut hakim yaklaşımın kesit veriler bazında geçerli olmadığını, ancak yüksek frekans zaman serisi verileri ile birleştirildiğinde ortaya çıkan panel veri setinde bu ilişkinin gözlemlenebildiğini göstermişlerdir. Dahası, yüksek enflasyonlu kriz dönemlerine ait veriler dışarıda bırakıldığında, bu ilişkinin de gözlenemez hale geldiğini vurgulamışlardır.

Bu çalışmanın çerçevesi açısından en önemli ampirik çalışmalar, farklı enflasyon platolarında enflasyon-büyüme ilişkisinin farklı dinamikler sergilediğini gösteren çalışmalardır. Sarel (1996), Ghosh ve Phillips (1998), Aleskerov ve Alper (2000) ve Khan ve Senhadji (2001) *enflasyon-büyüme ilişkisinin doğrusal olmadığını* göstermişlerdir. Düşük enflasyonlu ortamlarda enflasyondaki artışın büyümeye kimi zaman çok az da olsa olumlu etkisi olabileceği, ancak belirli eşik düzeyleri aşıldığında enflasyon-büyüme ilişkisinin ters yönlü olacağı bu çalışmaların ortak sonucudur. Bu çalışmaların bir diğer önemli bulgusu da, *enflasyonun düşürülmesiyle elde edilen büyüme kazanımlarının düşük enflasyon platolarına indikçe artıyor olmasıdır*.

Bu çalışmalarda enflasyon dışında büyümeyi etkileyebilecek diğer faktörler de göz önünde bulundurulmuş, dolayısıyla elde edilen enflasyon katsayıları bu faktörlerin etkilerinden arındırılmış olarak hesaplanmıştır. Ghosh ve Phillips (1998)'in bulgularına göre enflasyonun % 80'lerden % 20'lere indirilmesiyle elde edilen büyüme kazanımı sadece % 0.5 civarında seyrederken, % 20'lerden tek haneli rakamlara indikçe kazanım % 2'ye kadar çıkmaktadır. Sarel (1996)'in bulgularına göre ise enflasyonun ikiye katlanması sonucunda (%20'den %40'a) yıllık ortalama büyüme oranı %1.7 oranında düşmektedir. Tabii ki, bu etki enflasyon oranının Sarel'in regresyonlar sonucunda elde ettiği eşik oran olan %8 oranının üzerinde olması koşuluyla geçerlidir. Khan ve Senhadji (2001) ile Sarel'in (1996) modelleri ve sonuçları arasında önemli paralellikler olmasına karşın, bu iki çalışmadaki regresyon sonuçları farklı enflasyon eşik değerleri vermektedir.

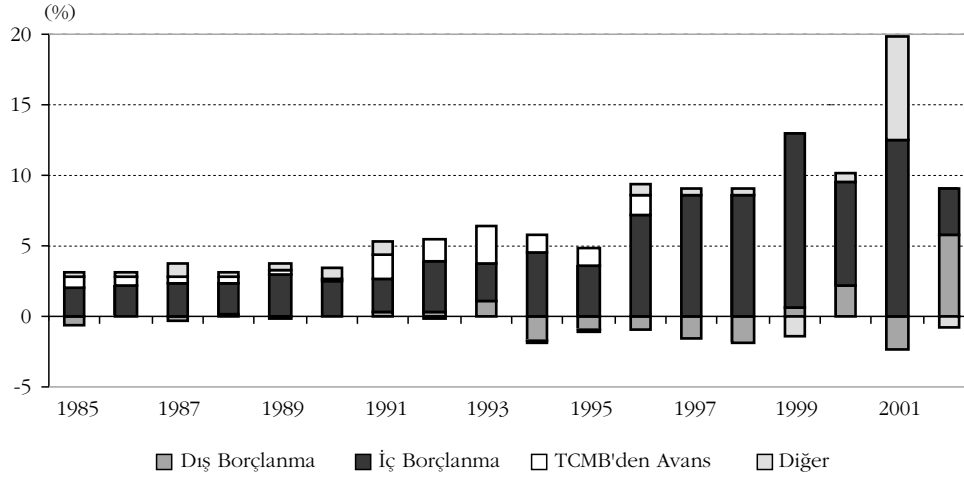
3.2. Türkiye'de Bütçe Açıkları-Enflasyon İlişkisi Üzerine

Bu çalışma her ne kadar Türkiye'de enflasyonist sürecin temellerini saptamaya yönelik bir çalışma değilse de bu konuya daha evvel yapılmış çalışmaların çıkarımlarını kullanarak kısaca değinmekte fayda olduğu kanısındayız. Enflasyon, bütçe açıkları, dolayısıyla artan kamu borç stoku, ve büyüme hızı arasındaki karşılıklı etkileşimin ve özellikle bütçe açıklarının kritik öneminin iyi kavranması, enflasyonun doğasının ve enflasyon-büyüme ilişkisinin doğru anlaşılmasına da önemli katkıda bulunacaktır. Atıfta bulunacağımız çalışmaların ortak çıkarımını şöyle özetlemek mümkündür: Bütçe açıklarının kalıcı yapısal önlemlerle kontrol altına alınamadığı ekonomilerde bütçe açığının finansman yöntemi nihai analizde önemsiz hale gelmekte, monetizasyona gidilmemesi bütçe açığı-yüksek enflasyon ilişkisinin kaybolmasını gündeme getirmemektedir.

Türkiye'nin 20 yıldan bu yana yaşadığı enflasyon deneyimi, kronik doğası ve hiperenflasyonist aşamaların yokluğu nedeniyle son derece ilginç bir görünüm arz etmektedir. Enflasyon zaman içinde farklı platolara sıçramış ve bu platolarda kalmakta ısrar dereceleri değişkenlik sergilemiştir, ancak hiperenflasyon asla gündeme gelmemiştir¹⁴.

(14) Türkiye'de yaşanan enflasyonist sürecin ekonomi politik bir yaklaşımla analizi Yılmaz (2001) tarafından yapılmıştır. Bu yaklaşım çerçevesinde ve 3 Kasım seçimleri sonrasında oluşan tablo ışığında bir inceleme Bölüm VII'de sunulmaktadır. Ayrıca, Türkiye'deki enflasyonist sürecin çeşitli açılardan analizi için, bkz. Alper ve Üçer (1998) ve Selçuk (2001).

Şekil 5. Konsolide Bütçe Açığının Finansman Kaynakları (GSMH'ya Oran)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı ve TCMB

Enflasyonist süreç konusunda uzun süre hakim olan görüş, başlıca suçlunun mali dengesizlikler ve monetizasyon (para basma yoluyla açık finanse edilmesi yoluna gidilmesi) olduğu idi. Ancak, son dönemlerde yapılan akademik çalışmalar enflasyonun son derece yapışkan (inertial) bir özelliğe sahip olduğunu ve monetizasyonun devre dışı kaldığı bir ortamda parasal büyüme enflasyon ilişkisinin istatistiksel olarak zayıfladığını, buna mukabil bütçe açıkları-enflasyon ilişkisinin hala istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Türkiye'deki enflasyonun yapışkan doğası, ilk kez, 1999 yılının Aralık ayında IMF ile varılan 17'inci stand-by anlaşmasının imzalanması sırasında ilan edilen para programında vurgulanmıştır. 1985 sonrasındaki iç borçlanma yoluyla açık finansmanı döneminde enflasyonist sürecin giderek artan yapışkan doğası, yani kendi kendini yeniden üreten bir süreç haline dönüşü Akçay ve diğerleri (1996) tarafından gerçekleştirilen çalışmada gösterildi ve bütçe açığı, parasal büyüme ve enflasyon arasındaki bağlantının Türkiye özelinde zayıfladığı vurgulandı. Alper ve Üçer'in (1998) çalışması Türkiye'deki enflasyonun nominal boyutunu ortaya koydu ve yapışkanlığı sökebilecek yeterince güvenilir ve iyi tasarlanmış bir anti-enflasyon programı tasarlanması gereğini vurguladı. 1948–1985 dönemine ait yıllık verileri kullanan Metin'in (1998) çalışmasında ise yüksek bütçe açığı ile yüksek enflasyon arasında kuvvetli bir bağlantı olduğu gösterildi.

Kamu kesimi borçlanma gereksiniminin finansman kaynaklarının zaman içinde izlediği seyri gösteren Şekil 5 de yukarıdaki sonucu desteklemektedir. 1980'lerin

ikinci yarısında ortalama GSMH'nin % 1.5'ine karşılık gelen doğrudan monetizasyon oranı (Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullandığı kısa vadeli avans), 1993 yılında yaklaşık % 3'e kadar çıkmıştır. 1994-1997 döneminde monetizasyon oranı düşmüş ve nihayet 1997 yılında Hazine'yle Merkez Bankası arasında varılan bir anlaşmayla, Hazine Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanmayı kesmiştir. Ancak, doğrudan monetizasyonun kesilmesine rağmen bu dönemde enflasyonda düşme eğilimi ortaya çıkmamıştır (Şekil 1).

Yukarıda kısaca özetlenen bu çalışmaların ortak sonucu, enflasyonist sürecin kökünde bütçe açıklarının yattığı ve açık finansman yönteminin değişmiş ve monetizasyonun ortadan kalkmış olmasının bütçe açığı-enflasyon ilişkisini ortadan kaldırmadığı yönündedir. Daha basit bir ifadeyle, bütçe açıkları ile yapısal ve orta-uzun vadede borç stoku/GSMH oranını tehlikeye atmayacak önlemler vasıtasıyla mücadele edilmediği takdirde iktisadi ajanlar enflasyon beklentilerini aşağı revize etmeyecek, tam tersi sürdürülemez mali politikalar ve borç dinamikleri algılamaya başladıkları için muhtemelen artıracaklardır.

Bütçe açığından parasal genişlemeye ve oradan da enflasyona uzanan ampirik bağlantı genelde istatistiksel olarak fazla anlamlı bulunmamakta ve bazılarının çıkarım yapmakta acele ederek enflasyonist süreçte bütçe açıklarının kritik önem taşımayabileceği sonucuna sıçramasına neden olmaktadır. "Enflasyonist süreçler bütçe açığından ayrıdır" düşüncesinin savunucuları zaman zaman düşen veya sabit kalan senyorej gelirlerine – başka bir deyişle, giderek artan bütçe açıkları karşısında monetizasyonun yokluğuna – işaret etmekte ve pozisyonlarını desteklemek için bunu ampirik kanıt olarak sunmaktadırlar. Ancak kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG) ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıfladığına dair herhangi bir ampirik çalışma bulunmadığı gibi, ilişkinin kuvvetini muhafaza ettiğini gösteren yukarıdaki çalışmalar, kalıcı bir dezenflasyon için bütçe açığı problemi ile kamu dengesine dair yapısal reformlar vasıtasıyla mücadele edilmesinin zorunlu olduğunu ortaya koymaktadır.

Yapısal reformların, yarım gönüllü uygulama ve tam sahiplenme eksikliği durumunda dahi, devreye girmesinin dezenflasyon çabalarını nasıl olumlu etkileyebildiği, düşen enflasyonla büyümenin nasıl eşanlı olabildiği 2000 senesi deneyiminde de görülmektedir. 2000 senesinde uygulamada olan programın son derece yüksek bir maliyetle tamamlanamadan kesintiye uğramasının sebebi de reformlar ve kurumsal düzenlemeler yolunda "programlanan" aşamaların gerçekleştirilememiş olması, yani nihai analizde zayıf ve yetersiz mali reform uygulamaları ve sinyalleri olmuştur. Orta ve uzun vadede daha kuvvetli ve çözüme yönelik politikaların devreye gire-

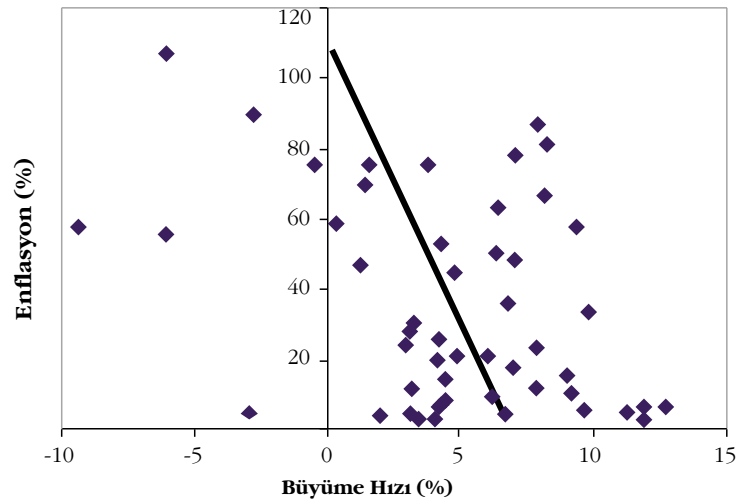
ceğinin sinyalleri verilebilmiş olsa idi Türkiye sürdürülebilir büyümenin temellerini 2000 programı sırasında da atmış olabilirdi.

3.3. Türkiye’de Enflasyon-Büyüme Dinamiğinin Doğası Üzerine

Bölüm 3.1. de bahsi geçen çalışmalar enflasyon-büyüme dinamiği konusunda literatüre önemli katkılarda bulunmuş, bu konuda referans çalışmalar olarak kabul edilmişlerdir. Buna karşın, bizim kanımız, bu çalışmaların gerek kuramsal model, gerekse ampirik yöntem açısından bazı eksiklikleri olduğu yönündedir. Bu çalışmanın asıl amacı Türkiye için geleceğe yönelik politika önermeleri üretebilmek olduğu için, bu eksikliklerin giderilmesi ve ampirik çalışmada kullanılacak modelin doğru tanımlanması birinci derecede önemlidir.

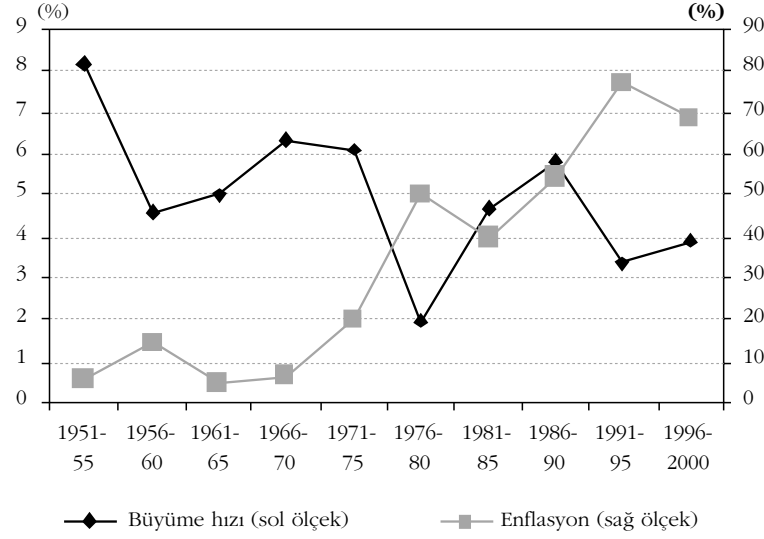
Enflasyon-büyüme dinamikleri üzerine yapılan çalışmalara ve bu çalışmaların eksikliklerine geçmeden önce Türkiye’de son elli yılda enflasyon-büyüme ilişkisini kısaca incelemekte yarar görmekteyiz. Basit bir analizle 1951-2001 döneminde gerçekleşen yıllık büyüme hızları ve enflasyon oranlarına baktığımızda iki değişken arasında düz çizgiyle belirtilen negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki ortaya çıkmaktadır (Şekil 6). Bu ilişkiyi gözle daha rahat görülür bir hale getirmek için, büyüme hızı ve enflasyon oranının beşer yıllık dönemlerdeki ortalamalarının zaman içinde aldıkları değerlere bakalım. Bu veriler, bir yandan enflasyon oranı artarken, diğer yandan büyüme hızının düşmekte olduğunu ve daha istikrarsız bir hal aldığını göstermektedir (Şekil 7).

Şekil 6. Yıllık GSMH Büyüme Hızı ve Enflasyon Oranı (1951-2001)



Kaynak: DİE, Yazarların hesaplaması

Şekil 7. Beş Yıllık Ortalama GSMH Büyüme Hızı ve Enflasyon Oranı



Kaynak: DİE

Şekil 6 ve Şekil 7’de ortaya çıkan tablo, Türkiye’de enflasyon-büyüme ilişkisinin doğası üzerine yapılacak kapsamlı bir analize temel teşkil etmektedir. Ancak bu kapsamlı ampirik çalışmaya geçmeden önce, literatürdeki kavramsal düzeyde ve uygulamada önemli olduğunu düşündüğümüz eksiklikleri üç ana başlık altında toplayabiliriz. Bunlardan ilki, ampirik analizde kullanılan değişkenlerin zaman serisi özelliklerinin incelenmemiş olmasıdır. Zaman serisi analizi yapıldığında kullanılan değişkenlerin durağan (birim-kökü olmayan) olup olmaması önemlidir; testler sonucunda durağan olmadığı saptanan değişkenlerin kullanılması durumunda elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamsız olacaktır. Bu yüzden, zaman serisi ya da panel verilerle gerçekleştirilen regresyon analizinde kullanılan modelin sadece durağan değişkenleri içerecek şekilde düzeltilmesi ve ancak bu düzeltmeden sonra denklemin katsayılarının tahmin edilmesi gerekmektedir.

Literatürde gözlemlediğimiz ikinci eksiklik ise, yapılan çalışmaların tamamının zaman serisi (time series)-kesitler arası (cross-section) karışımından oluşan panel veriler kullanılarak yapılmasıdır. Bu çalışmalarda hesaplanan eşik-enflasyon ve katsayı değerleri panel verilerden (zaman serisi ve kesit veriler) elde edildiği için her ülke için tekil olarak geçerlilikleri söz konusu değildir. Bu bulgular genel bir eğilimi ifade ederler. Bu yüzden Türkiye ve Türkiye gibi yüksek enflasyonla yaşamış ülkelerdeki enflasyon-büyüme dinamiğini yakalayabilmek için her ülkenin zaman seri-

si verilerini kullanarak ülke-özel eşik-enflasyon ve katsayı değerleri hesaplanmasının önemli bir tamamlayıcılığı olacaktır.

Literatürde gözlemlediğimiz sonuncu fakat en önemli eksiklik ise, özellikle gelişmekte olan ülkeler için çok önemli olan borç yükünün büyüme üzerindeki etkisinin literatürde göz önünde bulundurulmamış olmasıdır. Bizce bu çok önemli bir eksiklik olup, üzerinde durulması gerekmektedir.

Enflasyon-büyüme ilişkisini incelerken borç yükünü göz ardı etmek, üstü kapalı olarak, toplam borç stoku/GSMH oranı düşük olan bir ülke ile yüksek olan bir ülkenin enflasyon-büyüme dinamiklerinin benzer olduğunu varsaymaktır. Gerek ekonomik önsezilerimiz gerekse gelişmekte olan ülke deneyimleri, borç stoku düzeyinin enflasyon-büyüme ilişkisini ciddi şekilde etkileyebileceğine işaret etmektedir. Türkiye örneğini kullanacak olursak, 1989 sonrasında hem iç, hem de dış borç stoklarının GSMH'ye oranlarının ciddi şekilde şişmesi, ekonomideki kırılganlığı önemli ölçüde arttırmış ve sürdürülebilir büyümeyi mümkün olmaktan çıkarmıştır. Çalışmanın odak noktasını oluşturan Türkiye'de yaşanan enflasyonist süreci ve bu sürecin içinde yeşerdiği makroekonomik ortamı Bölüm 2'de ele almıştık. Ancak, bu noktada, konuyu bir kez daha ana hatlarıyla belirtmek, ekonometrik analizimizin dayanaklarını anlayabilmek açısından önem taşımaktadır.

Sermaye hareketlerini 1989 yılında serbestleştiren Türkiye, eşanlı olarak mali disiplini sağlama yoluna gitmediği için enflasyonda ciddi bir düşüş gerçekleştirememiş ve büyük oranda kısa vadeli sermaye girişlerine dayalı ve tüketim ağırlıklı büyüme süreçleri yaşamıştır. 1989 yılında, 1980 liberalizasyon programının yürürlüğe girmesinden sonra oldukça tutarlı götürülebilen gelirler politikasının da gevşetilmesiyle, hem tüketim ağırlıklı bir büyümenin kaynaklarından biri harekete geçirilmiş, hem de mali genişlemenin finansmanı için sermaye hareketlerini kullanmanın önü açılmıştır. Mali disiplin sağlanmadan sermaye hareketlerinin serbest bırakılması faizin yüksek seyrini kaçınılmaz kılarken, sermaye girişleri, yüksek faiz hadleri ve kurda TL'nin değer kaybına yönelik politikaların izlenmeyeceği beklentisiyle yüksek düzeylerde seyretmeye devam etmiştir. Ancak ekonomideki kırılganlığın yapısal olarak artıyor olması sermaye hareketlerini gerçekleştiren yatırımcıları gittikçe daha çekingen, dolayısıyla daha yüksek bir risk primi talep eder konuma getirmiştir. Böyle bir ortamda sermaye girişinin devam etmesini sağlamak için döviz kuru üzerindeki baskı devam etmiş ve böylece TL daha da değerlenmiştir.

1994 krizi sonrasında giderek artan bir hızda bozulan kamu dengeleri yukarıda belirtilen baskıların artmasına, borç stokunun şişmesine ve giderilemeyen belirsizlik ortamında artan borç stokunun kaçınılmaz olarak bir akım problemine de yol açmasına sebep olmuştur. Ortaya çıkan stok-akım kısır döngüsünün kırılması mevcut istikrar programının da birincil hedefidir. Bozulan kamu dengelerinin ayrıntılı bir dökümü Tablo 1’de, döviz kuru üzerindeki baskıyı gösteren TÜFE ve TEFE bazlı reel kur endeksleri de Tablo 2’de gösterilmektedir. Tablo 1’de faiz harcamalarının vergi gelirlerine oranı verilememekle beraber oranın zaman içinde artmakta olduğu açıktır ve bu durum akım sorununun temelini teşkil etmektedir.

Tablo 1. Temel Borç (GSMH’ye oranı), Faiz, Enflasyon, Büyüme Göstergeleri

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)	5.0	8.6	7.7	9.4	15.6	12.5	15.5
Kamu Bankaları Görev Zararı	2.2	4.2	5.2	7.5	13.3	12.0	0.0
KKBG+ Kamu Bankaları Görev Zararı	7.2	12.8	12.9	16.9	28.9	24.5	15.5
Faiz Dışı Fazla	2.1	1.3	0.0	2.1	-1.9	3.8	6.5
Konsolide Bütçe Açığı	3.7	8.5	7.6	7.1	11.6	10.2	17.4
Konsolide Bütçe Faiz Harcamaları	7.4	10.0	7.7	11.5	13.7	16.3	22.2
İç	6.1	8.9	6.7	10.5	12.6	15.0	20.3
Dış	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1	1.3	1.9
Vergi Gelirleri	13.8	15.0	16.1	17.2	18.9	21.1	22.2
Kamu Borç Stoku	37.6	40.3	40.5	41.3	51.8	53.4	97.8
İç	14.6	18.5	20.2	21.7	29.3	29.0	66.3
Dış	23.0	21.8	20.3	19.6	22.5	24.4	31.5
Kısa Vadeli Kamu Borç Stoku	8.0	10.2	8.1	10.9	4.1	2.1	10.8
Hazine İhale Borçlanma Faizi, Ortalama	124.2	132.2	107.4	115.5	104.6	38.2	99.6
TÜFE Enflasyonu, Ortalama	89.0	80.2	85.7	84.6	64.9	54.9	54.4
Ex-post Reel Faiz Oranı* (TÜFE’ye göre)	24.4	25.0	12.4	30.7	32.1	-10.5	36.0
(TEFE’ye göre)	27.5	27.5	20.7	40.7	35.4	-14.5	33.0
GSMH Büyüme Oranı	8.0	7.1	8.3	3.9	-6.1	6.3	-8.5
Hazine İhale Ortalama							
Borçlanma Vadesi (gün)	188.0	186.6	393.5	235.1	502.3	426.8	146.3

(*) Ex-post reel faiz oranı hesaplarında kullanılan denklem ve değişkenler şöyledir: $r_t = \frac{1 + i_t}{1 + \pi_{t+1}} - 1$; r_t : t yılında satılan tahvillerin ortalama ex-post reel faiz oranı; i_t : t yılında satılan tahvillerin ortalama nominal faiz oranı; π_{t+1} : $t+1$ yılının ortalama enflasyon oranı.

Kaynak: Vergi gelirleri için TCMB, Ex-post reel faiz oranı yazarların kendi hesaplaması, geri kalan veriler için Özatay ve Sak (2002).

Tablo 2. Reel Döviz Kuru Endeksleri*

	TÜFE	TEFE
	Bazlı Endeks	Bazlı Endeks
1996	102.7	101.2
1997	109.4	107.0
1998	118.5	110.1
1999	123.1	107.4
2000	136.5	114.3
2001	112.5	98.3

(*) *Endeks rakamının yukarıya çıkması TL'nin reel bazda değer kazandığını göstermektedir.*

Kaynak: TCMB

İstikrarlı bir makroekonomik ortamın gündeme gelmemesi, büyüme süreçlerinin zaman zaman krizler ile kesilmesine ve ciddi üretim kayıplarına yol açmıştır. Bütçe açıkları ile yapısal reformlar vasıtasıyla mücadele edilmemiş olması iktisadi ajanların ileriye dönük enflasyon beklentilerini indirmemelerine, hatta muhtemel monetizasyon ve artan enflasyon beklentilerini bugüne taşıyarak enflasyondaki yapışkanlığı artırmalarına neden olmuştur (Akçay ve diğerleri, 2002). Bütçe açıklarının sürekli olarak kamunun toplam borç stokunu artırıyor olması, mevcut belirsizlik ortamında reel faizlerin sürekli yüksek seyretmesini zorunlu kılmış, kaynak sıkıntısı içindeki ekonominin kısıtlı kaynaklarına kamu kesimi tarafından el konması ve özel kesimin yatırım imkanlarının ciddi şekilde kısılması sonucunu getirmiştir. Kamunun riskini taşıyan bankacılık kesimi bilanço ağırlığını artan oranlarda devlet kağıtlarına kaydırmaya başlamış ve devlete bankacılık yapar konuma gelmiştir. Gerek taşıdığı açık döviz pozisyonları ile maruz kaldığı kur riski yüzünden, gerekse kamu kağıtları portföyünü çok kısa vadeli fonlaması sebebiyle bankacılık kesimi kur ve faiz şoklarına son derece açık bir konuma gelmiştir. Bu yüzden de, bankacılık kesimi normal bir ekonomide asli fonksiyonu olan reel sektörün büyümesine kaynak aktarımı görevinden hızla uzaklaşmıştır.

Kamunun borcunun çevrilebilirliği konusundaki endişelerin kuvvetlendiği dönemlerde reel faizlerin daha da yüksek seyretmesi kaçınılmaz olmuş ve bir borç-reel faiz kısır döngüsünü devreye sokmuştur. Bu kısır döngünün devreden çıkarılması gittikçe daha zorlaşan bir süreç halini alıp ekonomideki kırılganlığın artmasına sebep olmuştur. Bu tür ekonomilerde mali disiplin sağlanmadan gerçekleştirilecek

sermaye hareketleri serbestliği, büyüme patikasını son derece istikrarsız bir hale sokmaktadır.

Açık ekonomilerin büyüme potansiyeli, yurtdışı tasarrufları kullanabilme imkanı yüzünden tanım itibariyle kapalı ekonomilerin potansiyelinin üzerindedir. Kağıt üzerinde aşıkâr olan bu nokta, Türkiye gibi yüksek enflasyon deneyimini yaşıyan ülkeler özelinde orta ve uzun vadede geçerli olmak durumunda değildir. Bu tür ülkelerin deneyimlerinden türetilebilecek olan birinci test edilebilir hipotez, enflasyonun büyüme üzerindeki etkisinin en azından belli eşik enflasyon oranları üzerinde negatif olduğudur. İkinci test edilebilir hipotez ise, verili bir enflasyon düzeyinde borç stokunun GSMH'ya oranı ve/veya borç servisi maliyeti birbirinden farklı iki ekonomide enflasyon–büyüme arasındaki ters yönlü ilişkinin, yüksek enflasyon oranı ve borç servisi maliyetine sahip ekonomide göreceli olarak daha kuvvetli olacağıdır.

Yukarıdaki bölümlerde anlatılan "bozulan kamu dengeleri, artan borç stoku, ileriye dönük olumsuz beklentilerin beslediği yüksek enflasyon ve faiz oranları" çerçevesi dahilinde tasvir edilen kısır döngü kamu kesimi dengeleri yerine oturtulmadan bertaraf edilmesi mümkün olmayan bir süreçtir. Böyle bir kısır döngü içinde sürdürülebilir yüksek büyümeye geçilmesi mümkün olamamakta ve yaşanan nispeten yüksek büyüme dönemleri keskin gelir düşüşleri ile sonuçlanmaktadır. Yapısal reformların kamu kesimi borçlanma gereksinimini düşürecek şekilde devreye sokulması iktisadi ajanların geleceğe yönelik beklentilerini olumlu yönde değiştirecek, enflasyonda kalıcı bir inişin en önemli maddi koşulunun yerine gelmesini sağlayacaktır. Ekonomideki en önemli belirsizliğin ortadan kalkmasıyla reel faizlerin düşüşü sonucu yatırım harcamaları ve sermaye stokunun artışının önü açılacaktır. Düşüşe geçen borç stoku/GSMH oranı ve borçlanma maliyeti, büyüme sürecine ek katkıda bulunacaktır.

B Ö L Ü M

ENFLASYON VE BORÇ YÜKÜNDE EŞİK DEĞER ANALİZİ

4. ENFLASYON VE BORÇ YÜKÜNDE EŞİK DEĞER ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde, panel ve zaman serisi verileriyle yapılan ampirik analiz ve sonuçları ele alınmaktadır. Değişik varsayımlar altında yapılan çeşitli ekonometrik kestirimlerde, Türkiye'nin enflasyonu yarı yarıya indirmesi, diyelim % 40'tan % 20'ye düşürmesi sayesinde, uzun vadede yıllık büyüme hızını ortalama % 1.8 ile % 2.8 oranları arasında arttıracığı sonucu çıkmaktadır. Çalışmanın kapsayamadığı ancak göz ardı edilmemesi gereken noktalar, özellikle benzer ülke deneyimlerinden yola çıkılarak vurgulanmaktadır. Bu bölümün sonunda, özellikle 2003 yılında enflasyonu programda yer alan % 20 hedefine düşürürken büyümenin mümkün olduğu vurgulanmaktadır.

4.1. Enflasyon ve Borç Yüğü Eşikleri

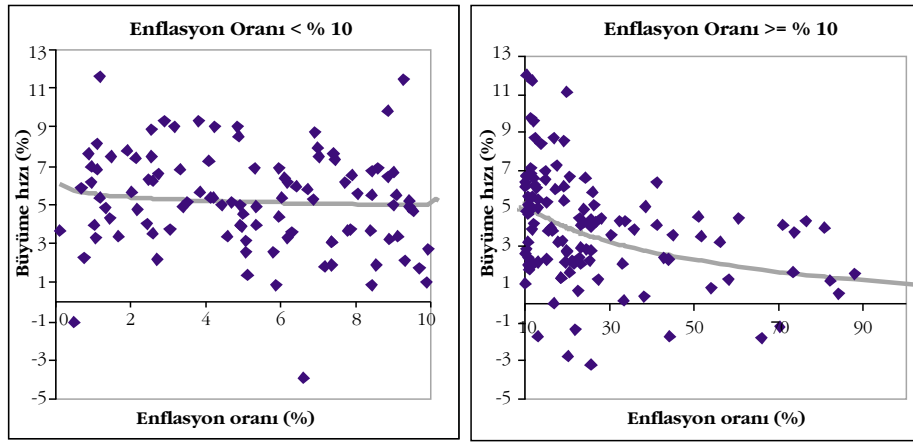
Çalışmanın bu bölümünde 29 gelişmekte olan ülkenin 1970-2000 arası panel verileri kullanılarak doğrusal olmayan enflasyon-büyüme denklemi tahmin edilmektedir. Literatürdeki çalışmaların eksik bulunan yönleri geliştirilerek, Türkiye'nin bugün içinde bulunduğu şartlarda ekonomi politikalarına yön verebilecek ampirik bulgular elde edilmektedir. Ancak enflasyon verilerinin birim-kök taşıması ihtimalini göz önünde bulundurarak elimizdeki enflasyon-büyüme denklemi dönemlik farklar üzerinden tahmin edilmiştir.

Sarel (1996) ile başlayan, daha sonra Ghosh ve Phillips (1998) ve Khan ve Senhadji (2001) ile devam eden çalışmalar, enflasyon-büyüme ilişkisinin doğrusal olmayabileceği ihtimalini göz önünde bulundurarak bu ilişkiyi dikkatli bir şekilde modellemeye çalışmışlardır. Bu çalışmalara göre enflasyon oranı belirli bir eşik değerin altında gerçekleştiği zaman enflasyon ve büyüme arasında herhangi bir ilişki olmayabileceği gibi bu ilişki pozitif de olabilir. Ancak eşik değer üzerindeki enflasyon oranlarındaki herhangi bir artışın büyüme üzerindeki etkisi olumsuz olmaktadır. Bu etkinin sayısal değerini de hesaplayan Sarel (1996) enflasyon oranının eşik değerin altında olduğu durumlarda enflasyonun büyüme üzerinde hemen hemen hiç etkisinin olmadığını, ancak enflasyonun eşik değerin üzerinde olduğu durumlarda enflasyon oranının iki katına çıkması sonucunda büyüme oranının % 1.7 azalacağını göstermiştir.

Elimizdeki 29 ülke verisini kullanarak elde ettiğimiz Şekil 8, daha önce yapılan çalışmaların bulgularını desteklemektedir. Eşik enflasyon değerini %10 aldığımız za-

man, bu değere eşit ve onun altında kalan enflasyon oranları için istatistiksel olarak anlamlı bir enflasyon-büyüme ilişkisinden bahsetmek mümkün gözükmemektedir. Ancak enflasyon oranı %10'u aştığı zaman enflasyonla büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı negatif bir ilişkinin varlığı Şekil 8'in ikinci bölümünde açıkça gözlenmektedir. En basit düzlemde elde ettiğimiz bu sonuç, panel verilerle yapılacak daha kapsamlı bir analize temel oluşturmaktadır.

Şekil 8. Gelişmekte olan Ülkelerde GSYİH Yıllık Büyüme Hızı ve Enflasyon (1970-2000)



Kaynak: World Development Indicators, Dünya Bankası

Büyüme ve enflasyon arasındaki doğrusal olmayan ilişkinin analizinde başlangıç olarak Khan ve Senhadji'nin (2001) kullandığı logaritmik büyüme denklemini kullandık. Bu denklemde kullanılan değişkenler, GSYİH'nın reel büyüme oranı ($d \log(y_{it})$), enflasyon oranı (π_{it}), eşik enflasyon oranı (π^*) ve koşullayıcı değişkenler vektörü (X_{it}) ve bu hesaplamanın hata payını oluşturan kalıntılardır (e_{it}). Bu çalışmada koşullayıcı değişkenler olarak dış borcun GSMH'ya oranı, özel yatırımın GSYİH içindeki payı ve nüfus artış hızı kullanılmıştır.

$$d \log(y_{it}) = \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 (1 - d_{it}^{\pi}) \{ \pi_{it} I(\pi_{it} \leq 0) + [\log(\pi_{it}) - \log(\pi^*)] I(\pi_{it} > 0) \} + \beta_2 d_{it}^{\pi} \{ \pi_{it} I(\pi_{it} \leq 0) + [\log(\pi_{it}) - \log(\pi^*)] I(\pi_{it} > 0) \} + \gamma' X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

Büyüme denklemini daha iyi anlayabilmek için tek tek parametreleri ele almak gerekmektedir. Diğer değişkenlerin sabit olduğu kabul edilen ülke ve yıl etkilerinden arındırılması için α_i ve α_t parametreleri denklemde yer almaktadır. Asıl önem-

li olan β_1 ve β_2 katsayıları, sırasıyla, eşik değerin altında ve üstünde olduğu zaman enflasyondaki bir değişikliğin büyüme üzerindeki etkisini ölçmektedir. Son olarak, γ ise koşullayıcı değişkenlerin büyüme üzerindeki etkilerini ölçen katsayılardan oluşan bir vektördür.

β_1 ve β_2 katsayılarının yanında yer alan d_{it}^{π} ise enflasyonun eşik değerinin üzerinde olduğu durumlarda 1, diğer zamanlarda ise 0 değeri alan koşullu bir kukla değişkendir:

$$d_{it}^{\pi} = \begin{cases} 1 & \text{if } \pi_{it} > \pi^* \\ 0 & \text{if } \pi_{it} \leq \pi^* \end{cases} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T.$$

Enflasyon oranının düşük olduğu ülkelerde negatif enflasyon oranıyla karşılaşmak mümkündür. Ancak logaritmik fonksiyon sıfır'ın altında tanımlı olmadığı için, denklemi tanımlarken enflasyonun sıfırın altından olduğu durumlarda, $I(\pi_{it} \leq 0)$ fonksiyonu bire eşit olacak ve enflasyon oranı denkleme doğrusal bir şekilde girecektir. Enflasyonun sıfırın üzerinde olduğu zaman ise $I(\pi_{it} > 0)$ fonksiyonu bire eşit olacak ve enflasyon oranı logaritmik olarak büyüme denklemine girecektir.

Büyüme denklemi katsayıları aralarında Türkiye'nin de bulunduğu toplam 29 gelişmekte olan ülkenin 1970-2000 arası verileri kullanılarak hesaplanmıştır. Sonuçlar Tablo 3'de sunulmuştur. Bu sonuçlara göre enflasyon ve büyüme arasında doğrusal olmayan bir ilişki mevcuttur. Bu sonuçlara göre, enflasyon % 13 eşik oranının üstünde olduğu zaman enflasyondaki artış büyüme hızını olumsuz etkilemektedir. Sunulan katsayı tahminleri Khan ve Senhadji'nin (2001) sonuçlarıyla uyumludur. Khan ve Senhadji (2001) eşik enflasyon değerinin gelişmekte olan ülkeler için % 11-12 arasında bulmuş iken elimizdeki 29 gelişmekte olan ülke verileriyle çıkan sonuçlar eşik enflasyon değerini % 13 olarak göstermektedir.

Enflasyonun eşik değerinin üzerinde olduğu zaman enflasyon katsayısı tahmini (-0.019) istatistiksel olarak anlamlı çıkmaktadır. Bu katsayının büyüklüğünü ekonomik olarak yorumlayabilmek için bir örnek kullanalım: Enflasyonun % 13'ün üzerinde olduğu bir ülkede, diğer bütün faktörlerin sabit olduğu bir ortamda enflasyon oranının ikiye katlanması (% 20'den % 40'a, ya da % 30'dan % 60'a artması) sonucunda GSYİH'nın uzun vadede ortalama yıllık reel büyüme hızı % 1.3 oranında azalacaktır.

Tablo 3. Panel Regresyon Sonuçları (Seviye bazında değişkenler)**Bağımlı Değişken: Reel Büyüme Hızı**

	Toplam Örneklem
Eşik Enflasyon oranı (%)	13
Enflasyon \geq Eşik Enflasyon	-0.019* (-6.29)
Enflasyon < Eşik Enflasyon	0.004 (1.03)
Dış Borç/ GSMH	-0.018* (-2.06)
Nüfus artış hızı	1.209* (3.00)
Özel Yatırım / GSYİH	0.163* (4.20)
Kalıntı Kareleri Toplamı	1.116
R²	0.309
Düzeltilmiş R²	0.253
Gözlem Sayısı	816
Enflasyonun ikiye katlanmasının büyüme hızı üzerindeki etkisi	% -1.3*

Notlar:

1. Dış borç/GSMH oranının tüm örneklem bazında hesaplanmış medyan değeri 0.432 iken, ortalama değeri 0.507'dir. Medyana göre gurup ayrıştırması durumunda dış borç yükü GSMH'nın % 43.2'sinin altında olan gözlemler düşük borç yükü, üstünde ve eşit olan gözlemler yüksek borç yükü gurubuna dahil edilmiştir.
2. Tahmin edilen katsayıların t-değerleri parantez içinde sunulmuştur.
3. Katsayıların yanındaki * işareti, katsayıların % 5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Enflasyon oranının %13'ün altında olduğu durumlarda enflasyon katsayısı tahmini pozitifdir (0.004), ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu arada büyüme denkleminde koşullayıcı değişkenler olarak dahil ettiğimiz değişkenlerin tahmin edi-

len katsayıları istatistiksel olarak anlamlı çıkmaktadır ve beklenen işarete sahiptirler. Dış borcun GSMH'ya oranının artması büyüme hızını yavaşlatırken nüfus artış hızının ya da yatırım harcamalarının GSMH içindeki payının artması ekonominin daha hızlı büyümesini sağlamaktadır.

Literatür'de karşılaştığımız sonuçlarla çok benzerlik taşıyan bu sonuçlarla yetinmemiz mümkün değildir. Türkiye gibi ağır borç yüküyle karşı karşıya bulunan ülkelerdeki büyüme dinamiklerinin ve enflasyon-büyüme ilişkisinin diğer ülkelerden farklılık göstermesi kaçınılmazdır. Örneğin, Türkiye borç yükünün görece düşük olduğu 1990'lı yıllarda yurt dışından borçlanmış ve borçlanma sayesinde elde edilen kaynakların bir kısmı büyüme hızını olumlu yönde etkilemiştir. Ancak bugün geldiğimiz noktada Türkiye'nin karşı karşıya bulunduğu iç ve dış borç yükü daha fazla borç bulmayı zorlaştırmakta ve/veya borcun maliyetini yükseltmektedir. Dolayısıyla, Türkiye bugün iç ve dış borçlarını azaltacak ekonomik önlemleri çok ciddi bir biçimde uygulamak zorundadır. İkinci bölümde enflasyon-faiz-borç yükü sarmalını ve enflasyonun bütçe açıklarının finansman biçiminden görece olarak bağımsız hale gelmesini vurgularken, bu bölümde elde ettiğimiz bulguların ima ettiği politika önermelerinin teorik temellerini aktarma amacını taşımaktaydık.

Bu gözlemden yola çıkarak elimizde bulunan örneklemi borç yüküne göre iki guruba ayırıp enflasyon-büyüme ilişkisini bu iki grup için ayrı ayrı tahmin etmek gerektiğini düşünmekteyiz. Dış borcun GSMH'ya oranının tüm örneklem bazında hesaplanmış medyan ve ortalama değerleri bazında olmak üzere iki değişik gruba ayırdık. Medyan ve ortalama borç yükü arasında % 7'lik bir fark olması bizi her ikisini de ayrı ayrı kullanarak gruplama yapmanın doğru olacağı sonucuna götürdü.

Borç yükünün düşük ve yüksek olduğu gözlemleri birbirinden ayırdığımız zaman ortaya çıkan sonuçlar (Tablo 4) yukarıda aktardığımız nedenlerin geçerliliğini doğrulamaktadır: *Eşik enflasyon değeri borç yüküne göre farklılık arz etmektedir.* Bu sonuçlara göre dış borç oranının yüksek olduğu ülkelerde eşik enflasyon oranı % 20'ye çıkarken, bu oranın düşük olduğu ülkelerde ise eşik enflasyon oranı medyan değere göre % 12, ortalama değere göre ise % 13'tür. Bu rakamlar, enflasyonla mücadele sürecinde, borç kısır döngüsünün kırılmasının önemine işaret etmektedir. Enflasyon düşürülürken, büyüme üzerindeki pozitif etkinin devam ettirilebilmesi için borç yükünün de aşağı çekilmesi gerekmektedir.

Tablo 4. Borç Yüğü Gurupları için Panel Regresyon Sonuçları
(Seviye bazında değışkenler)

Bağımlı Değişken: Reel Büyüme Hızı	Medyana göre		Ortalamaya göre	
	Düşük Borç Yüğü	Yüksek Borç Yüğü	Düşük Borç Yüğü	Yüksek Borç Yüğü
Eşik Enflasyon oranı (%)	12	20	13	20
Enflasyon ≥ Eşik Enflasyon	-0.013* (-3.25)	-0.025* (-4.3)	-0.013* (-3.64)	-0.032* (-3.95)
Enflasyon < Eşik Enflasyon	0.008 (1.15)	-0.005 (-0.95)	0.007 (1.2)	-0.003 (-0.62)
Dış Borç / GSMH	0.001 (0.04)	-0.018 (-1.37)	-0.012 (-0.65)	-0.011 (-0.72)
Nüfus artış hızı	0.396 (0.61)	1.416* (2.32)	0.610 (1.09)	1.482* (2.23)
Özel Yatırım / GSYİH	0.178* (2.96)	0.178* (2.33)	0.162* (3.27)	0.209* (2.21)
Kalıntı Kareleri Toplamı	0.471	0.534	0.574	0.431
R²	0.382	0.330	0.357	0.332
Düzeltilmiş R²	0.272	0.218	0.267	0.185
Gözlem Sayısı	398	418	488	328
Enflasyonun ikiye katlanmasının büyüme hızı üzerindeki etkisi	% -0.9*	% -1.8*	% -0.9*	% -2.2*

Not: Tablo 3'ün dipnotlarına bakınız.

Burada vurgulanması gereken nokta, borç oranının düşük ya da yüksek olmasının enflasyonun büyüme üzerindeki etkisi açısından önemidir. Enflasyonun büyüme üzerindeki etkisi enflasyon eşik değeri üzerinde ise hala negatiftir. Ancak borç oranının düşük olduğu durumlarda tahmin edilen katsayı -0.013 iken, yüksek borç oranı gurubu için bu katsayı tahmini -0.025 ya da -0.032 olarak gerçekleşmektedir. Diğer bir deyişle eşik enflasyon üzerinde enflasyona sahip olan bir ülke aynı zamanda yüksek borç oranına da sahipse, enflasyonun büyüme üzerindeki tahribatı daha ağır olacaktır. Yüksek borç oranına sahip bir ülkede enflasyonun ikiye katlanması durumunda büyüme oranı medyan değere göre % 1.8, ortalama değere göre ise % 2.2 arasında düşecektir. *Türkiye gibi yüksek dış borç oranı ve yüksek enflasyona sahip ülkeler için bu bulgular, enflasyon oranının çeşitli politikalarla aşağıya doğru çekilmesinin büyüme üzerindeki olumlu etkisinin oldukça yüksek olacağı*

anlamına gelmektedir. Büyüme hızını etkileyebilecek diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında, bu katsayılar Türkiye'deki enflasyon oranının yarıya (% 40'dan % 20'ye, ya da % 60'dan % 30'a) düşürülmesi sonucunda reel büyüme oranının ortalama % 1.8 ile 2.2 artacağını göstermektedir. Dış borcun GSMH'ya oranı düşük olan ülkelerde enflasyonun ikiye katlanmasının büyüme üzerindeki etkisi % 0.9 ile sınırlı kalacaktır.

Daha önce de belirttiğimiz üzere, yıllık enflasyon verilerinin birim-kök taşıdığı genel ampirik bir bulgudur. Bu yüzden bir büyüme hızı denkleminin tahmininde enflasyon değişkeninin kullanılması halinde elde edilecek katsayı tahminlerinin sapmasız tahminler olmayacağı aşikardır. Dolayısıyla, yukarıda tanımladığımız büyüme hızı denklemindeki değişkenleri seviyeleri üzerinden değil, tek dönemlik farkları üzerinden yeniden tanımladık ve tahmin ettik. Regresyon sonuçları Tablo 5'de sunulmuştur.

Tablo 5. Panel Regresyon Sonuçları (Dönemsel farklar bazında)

Bağımlı Değişken: Reel Büyüme Hızındaki Değişiklik

	Toplam Örneklem	Medyan'a göre		Ortalama'ya göre	
		Düşük Borç Yüğü	Yüksek Borç Yüğü	Düşük Borç Yüğü	Yüksek Borç Yüğü
Eşik enflasyon oranı (%)	14	13	22	13	27
Enflasyon \geq Eşik Enflasyon	-0.025* (-3.94)	-0.024 (-2.85)	-0.040* (-3.49)	-0.026* (-3.23)	-0.041* (-2.75)
Enflasyon < Eşik Enflasyon	-0.006 (-1.32)	-0.011 (-1.53)	-0.0034 (-0.67)	-0.008 (-1.37)	-0.005 (-0.94)
Dış Borç / GSMH	-0.099* (-5.03)	-0.093 (-1.31)	-0.101* (-4.70)	-0.130* (-2.28)	-0.101* (-4.58)
Nüfus artış hızı	1.199* (1.91)	1.167 (1.31)	1.764* (1.94)	1.102 (1.22)	1.748 (1.85)
Özel Yatırım / GSYİH	0.264* (3.18)	0.327* (2.03)	0.260* (2.82)	0.321* (2.44)	0.244* (2.05)
Kalıntı Kareleri Toplamı	1.763	0.848	0.832	0.934	0.716
R²	0.205	0.305	0.169	0.330	0.196
Düzeltilmiş R²	0.139	0.180	0.122	0.083	0.177
Gözlem Sayısı	781	392	389	459	322
Enflasyonun ikiye katlanmasının büyüme hızı üzerindeki etkisi	% -1.7	% -1.7*	% -2.8*	% -1.8*	% -2.8*

Not: Tablo 3'ün dipnotlarına bakınız.

Bir çok açıdan Tablo 3'deki sonuçlara benzese de tek dönemlik farklar üzerinden yapılan regresyonlar, enflasyon oranının eşik değer üzerinde iken enflasyondaki meydana gelebilecek bir değişikliğin büyüme üzerindeki etkisinin Tablo 3'deki ne göre daha büyük olduğunu göstermektedir. Tüm örneklem için enflasyonun ikiye katlanması sonucu büyüme hızında meydana gelebilecek düşüş % 1.7 olarak hesaplanmaktadır, Tablo 3'de bu oran % 1.3'de kalmaktadır. Öte yandan, dış borcun GSMH'ya oranı yüksek olduğu ülkelerde ve yıllarda bu etki % 2.8'e çıkarken, düşük olduğu durumda % 1.7-1.8 arasında gerçekleşmektedir. Bu oranlar arasındaki fark, bir ülkenin borç yükünün enflasyon-büyüme ilişkisi açısından belirleyici etkisi olacağı yönündeki savımızı desteklemektedir.

Veri kısıtlamaları nedeniyle şu ana kadar ağırlıklı olarak dış borç yükünü göz önünde bulundurduk. İç borç yükü verileri çok daha az sayıda ülke ve zaman aralıkları için bulunabildiği için bu değişkeni regresyonlarda kullandığımız anda önemli sayıda gözlem kaybetmekteyiz. Ancak yine elde ettiğimiz sonuçların geçerliliğini sınamak için ülkeleri Tablo 5'de yaptığımız gibi vade için uyarlanmış toplam borç (iç artı dış borç) yükü açısından düşük ve yüksek olmak üzere iki gruba ayırdık. Elde edilen sonuçlar raporun sonundaki Tablo Ek 1'de sunulmuştur. İlk olarak okurun dikkatini iç borç verilerinin kullanılmasıyla birlikte toplam gözlem sayısının yarı yarıya azalmasına çekmek isteriz. Bu tabloda da ağır borç yükünün geçerli olduğu ülke ve zamanlarda enflasyon-büyüme arasında doğrusal olmayan güçlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Her iki grup için elde edilen eşik enflasyon oranları (% 11 ve % 16), Tablo 5'de elde edilenlerden daha düşük çıkmaktadır. İki grubun eşik enflasyon oranlarındaki bu farklılık, enflasyonun büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin ölçüsü açısından ortaya çıkmamaktadır. Enflasyon oranının % 20'den % 40'a çıkması durumunda, borç yükü düşük olan ülkelerde reel büyüme hızı % 1.7 oranında azalırken, borç yükü yüksek olan ülkelerde reel büyüme hızı % 2.7 oranında azalmaktadır.

Bir ülkenin borç yükünün enflasyon-büyüme ilişkisi açısından belirleyici etkisi olacağı yönündeki savı bir adım daha ileri götürerek büyüme denklemini (1) yeniden tanımlayarak eşik enflasyon kavramının yanına eşik dış borç yükünü de ekledik. Böylece olası bütün enflasyon ve dış borç oranlarını göz önünde bulundurarak kalıntı kareleri toplamını en aza indirecek eşik enflasyon ve eşik dış borç/GSMH oranlarını hesapladık. Literatürde borç yükü için eşik değer kullanıldığı ampirik bir çalışma mevcut değildir, ancak büyüme dinamiklerine borç yükünün ciddi bir etki yapabileceği Türkiye ve benzeri ülkelerde bu yaklaşımın daha doğru bir teorik yaklaşım olduğu kanaatindeyiz. Bu analizin Tablo 6'da sunulan sonuçlarına göre

enflasyon eşik değeri % 17, dış borç/GSMH oranı eşik değeri % 30 olarak belirlenmektedir.

Tablo 6. Panel Regresyon Sonuçları - Dış Borç ve Enflasyon Eşik Değerleri

Eşik Dış Borç/GSMH (%)	30
Eşik Enflasyon oranı (%)	17
Borç oranı ≥ Eşik borç	Enflasyon ≥ Eşik enflasyon -0.0387* (-7.23)
	Enflasyon < Eşik enflasyon -0.0002 (-0.03)
Borç oranı < Eşik borç	Enflasyon ≥ Eşik enflasyon 0.0022* (4.34)
	Enflasyon < Eşik enflasyon 0.0001 (0.96)
Nüfus artış hızı	1.374* (2.45)
Yatırım / GSYİH	0.293* (3.64)
Kalıntı Kareleri Toplamı	1.793
R²	0.192
Düzeltilmiş R²	0.123
Gözlem Sayısı	781

Tablo 6'daki katsayı tahminlerine göre enflasyonun eşik değeri olan %17'nin altında olduğu ülkelerde ve yıllarda enflasyonda meydana gelebilecek bir değişikliğin reel büyüme hızı üzerinde bir etkisi yoktur. Ancak enflasyon oranı eşik değeri %17'nin üzerinde olduğu durumlarda enflasyonda meydana gelebilecek bir artışın reel büyüme hızı üzerinde olumsuz etkisi vardır. Bu etkiler farklı dış borç yükü oranları için hesaplanmış ve Tablo 7'de sunulmuştur.

Bu rakamlar, enflasyondaki artışın büyüme hızını düşürücü etkisinin borç yükü ile birlikte arttığını göstermektedir. Dış borcun GSMH'ya oranı % 50 olan bir ülke eşik değeri üzerinde olan enflasyonu ikiye katlarsa bu ülkenin reel büyüme hızı bütün diğer faktörleri sabit tutmak kaydıyla % 1.37 düşecektir. Ancak ülkenin dış borç/GSMH oranı % 75 ise, reel büyüme hızı % 2.46, % 100 ise reel büyüme hızı % 3.23 oranında düşecektir. Tersten bakarsak 2001 sonu itibarıyla dış borç yükü 117 milyar dolar yani GSMH'nin % 80'i olan Türkiye, 2002 ve sonraki yıllarda enflasyonu düşürmekle reel büyüme hızını ortalama % 2.5'in üzerinde arttırma imkanı bulabilecektir.

Tablo 7. Eşik Değerin Üzerinde Enflasyonun İkiye Katlanması'nın Büyüme Hızı Üzerindeki Etkisi

Yüksek Borç Yüğü (Dış Borç/GSMH \geq %30)		Düşük Borç Yüğü (Dış Borç/GSMH $<$ %30)	
Dış Borç / GSMH oranı (%)	Büyüme oranında değişiklik (%)	Dış Borç / GSMH oranı (%)	Büyüme oranında değişiklik (%)
40	-0.77	10	-0.14
50	-1.37	15	-0.22
60	-1.86	20	-0.38
75	-2.46		
90	-2.95		
100	-3.23		

Öte yandan dış borç yükü eşik borç oranının altında olan ülkelerde enflasyondaki artışın büyüme hızı üzerindeki olumsuz etkisi daha sınırlı kalmaktadır. Bu şartlarda eşik değerin üzerindeki enflasyonun ikiye katlanması, büyüme hızını sadece % 1'in altında etkileyecektir.

4.2. Eşik Enflasyonun Zaman İçinde Değişimi

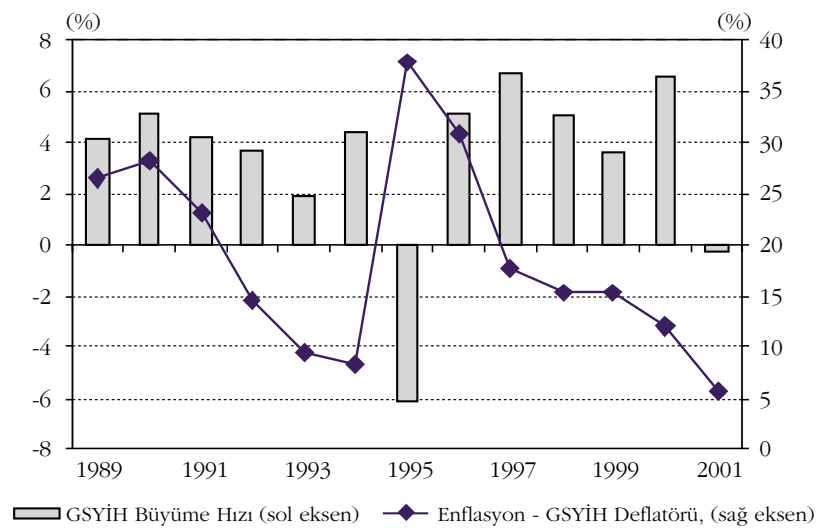
Bu bölümde, denklem (1)'de sunulan enflasyon-büyüme ilişkisini panel verilerden sonra bir de Türkiye için üç aylık zaman serileri verisi kullanarak inceleyeceğiz. Yukarıda da belirtildiği gibi bu analizin amacı Türkiye'ye özgü dinamikler varsa onları açığa çıkarmaktır. Kullanılan değişkenlerin birim-kök taşımadığı testler sonucunda belirlendiği için denklem (1) olduğu gibi tahmin edildi. Bu tahminlerden ortaya çıkan sonuç 1990:2-2002:1 dönemleri arasında enflasyonla büyüme arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Tahmin edilen bu ilişkide üç aylık eşik enflasyon değeri % 9 olarak hesaplanmaktadır. Bu oran oldukça yüksektir ve yıllık bazda % 41'e karşılık gelmektedir.

% 41 gibi yüksek yıllık eşik enflasyon oranını yorumlamak için panel ve zaman serileri ile yapılan analizler arasındaki farkın iyi anlaşılması gerekmektedir. 29 ülke için panel veriler kullanarak yapılan analizde çok farklı enflasyon oranlarıyla karşılaşmak mümkündür. Örneğin, bu panel veri setinin içinde Arjantin ve Brezilya'nın 1980'lerde yaşadığı hiperenflasyon döneminden gelen % 1000'lerin üzerinde enflasyon oranları dahil edilirken aynı dönemde Malezya'da gözlenen % 1'in altındaki

oranlar da dahil edilmektedir. Ancak Türkiye gibi son 25 yıldır yüksek enflasyonla yaşamaya alışmış bir ülkenin zaman serisi örnekleminde % 10 ve hatta % 20’lik enflasyon verisi olmayabilir. Veri setinde olmayan bir enflasyon oranının ise eşik değeri olması mümkün değildir. Bu sonuçtan yola çıkarak Türkiye için tahmin edilen yıllık %41’lik eşik enflasyon değerinin geleceğe yönelik bir sonuç olduğunu söylemek mümkün değildir.

Türkiye’nin ve tabii ki yüksek enflasyon deneyimine sahip diğer ülkelerin enflasyon zaman serisiyle yapılacak analizin en büyük sorunu, bu ülkelerde düşük enflasyon değerlerine rastlanmamasıdır. Bu gibi ülkelerde enflasyon oranları % 20’nin oldukça üzerinde gerçekleşmektedir. Ancak, elimizdeki enflasyon verileri % 20’nin üzerindeyse eşik-enflasyon değerini % 20’nin altında hesaplamak imkansızdır. Bu durumda, geçmişte yüksek enflasyonla yaşamış, ancak zaman içinde Türkiye’den daha hızlı davranarak enflasyon sorununu çözmüş ülkelerin verilerini kullanıp o ülkelerdeki enflasyon-büyüme dinamiğini araştırmak gerekmektedir. Bu yüzden, çalışmamızın bu bölümünde, Meksika gibi yüksek enflasyon sorununu yıllar önce çözmüş bir ülkedeki enflasyon-büyüme dinamiklerini zaman-serisi verileri kullanarak anlamaya çalışmaktayız. 1995 öncesi dönemde Meksika’nın enflasyon dinamikleri Türkiye’yle benzerlikler göstermektedir. Meksika uzunca bir süre yüksek enflasyon oranıyla yaşamış, ancak enflasyon hiçbir zaman hiperenflasyon seviyesine çıkmamıştır.

Şekil 9. Meksika – Yıllık GSYİH Büyüme Hızı ve Enflasyon Oranı



Kaynak: Meksika Merkez Bankası

Meksika, enflasyonla mücadeleyi belirli bir zaman dilimine yaymış ve 1995 krizi sonrasında yürüttüğü enflasyonla mücadele programının belkemiğini dalgalı kur altında enflasyon hedeflemesi uygulaması oluşturmuştur. 2001 krizi sonrası Türkiye'nin uygulamaya başladığı IMF destekli ekonomik program bir çok açıdan Meksika'da uygulanan programla benzerlikler göstermektedir. Bu program sonucunda Meksika enflasyonu % 35'in üzerinde bir değerden % 5'e kadar düşürmeyi başarmıştır (Şekil 9). Ancak enflasyon cephesinde bu olumlu gelişmeler olurken büyümeyi feragat etmek gerekmemiştir. 1996-2000 yılları arasında Meksika ekonomisi ortalama % 5 büyümüştür.

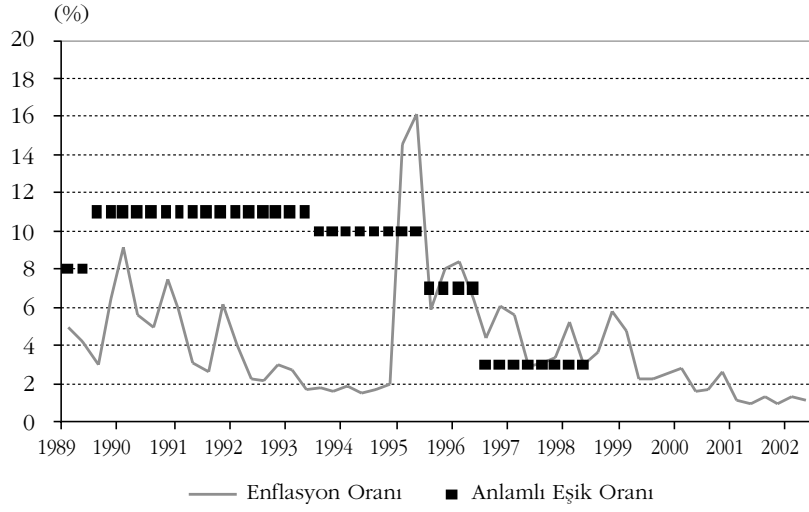
Meksika'nın yanı sıra Arjantin ve Brezilya'daki enflasyon eşik değerlerini de hesaplamak gerektiği düşünülebilir. Her iki ülke de yıllarca yüksek enflasyonla yaşamış ve enflasyonla mücadele konusunda 1990'larda önemli adımlar atmışlardır. Ancak, bu iki ülkedeki enflasyon dinamikleri Türkiye'den büyük farklılıklar arz ettiği için zaman serisine dayalı eşik enflasyon analizine bu iki ülkeyi dahil etmemiz uygun değildir. Her iki ülke de 1980'lerde ve 1990'ların başında hiperenflasyonla yaşamış ve bu hiperenflasyon dönemlerinin hemen ardından sabit döviz kuruna dayalı dezenflasyon politikaları ile enflasyonu çok hızlı bir şekilde düşürmüşlerdir.

Meksika verileriyle yaptığımız zaman serisi analizi sonuçlarını kısaca özetleyebiliriz. İlk olarak, doğrusal olmayan enflasyon-büyüme ilişkisinin tüm örneklem (1982-2002) için geçerli olmadığı ortaya çıkmıştır. Ancak bu ilişkinin zaman içinde ortaya çıkmasının mümkün olduğu göz önünde bulundurularak ilk bir yıllık gözlem örneklem dışı bırakılarak regresyon analizi tekrarlanmıştır. Bu analiz sonucunda, oldukça yüksek ve oynak enflasyon dinamiklerinin hüküm sürdüğü 1982-1988 dönemi örneklem içinde bulundurulduğu sürece doğrusal olmayan enflasyon-büyüme ilişkisinin ortaya çıkmadığı gözlenmiştir. Diğer bir deyişle hesaplanan eşik enflasyon değerleri istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır.

Meksika'nın 1989-2002 gözlemleri kullanılarak yapılan bütün regresyon analizlerinde doğrusal olmayan enflasyon-büyüme ilişkisi bulunmuştur. Bu alt-örneklem için istatistiksel olarak anlamlı bulunan eşik üç aylık enflasyon oranları Şekil 10'da koyu renkli kare işaretiyle belirlenmiştir. Şekil 10'da görüldüğü gibi anlamlı bulunan eşik üç aylık enflasyon oranları alt-örneklem başlangıç noktası ileri alındıkça % 11'den % 3'e kadar düşmektedir. Bu sonuçlar yukarıda Türkiye'deki enflasyon eşik oranının dezenflasyon sürecinde düşeceği yönünde yaptığımız savı desteklemektedir. Türkiye'de de % 9 olan üç aylık eşik enflasyon oranı, Meksika örneğine benzer biçimde, zaman içinde giderek düşecektir. Bu nedenle, Türkiye için hesaplanmış

olan eşik enflasyon değerinin altına düşmüş olduğumuz için, enflasyonun daha da düşürülmesinin büyümeyi olumlu etkilemeyeceğini ileri sürmek ve enflasyonla mücadelede elde edilmiş olan başarıyla yetinmek doğru değildir. Enflasyonla mücadele devam ettiği sürece eşik enflasyon düşecek ve Türkiye büyüme hızını arttırmak şansını elinde bulunduracaktır.

Şekil 10. Meksika – Üç Aylık Enflasyon ve Eşik Enflasyon Oranları



Kaynak: Meksika Merkez Bankası, yazarların hesapları

4.3. 2003 Yılında Enflasyon-Büyüme Dinamiklerindeki Muhtemel Gelişmeler

Şu ana kadar, eşik değer üzerinde olduğu sürece enflasyon oranının düşmesinin büyüme hızını olumlu etkileyeceğini panel ve zaman serileri verileri kullanarak göstermiş bulunuyoruz. Bu noktada doğrusal olmadığını gösterdiğimiz bu ilişkinin dinamiklerinin nasıl çalıştığını detaylı bir şekilde ele almamız gerekmektedir. Bu bölümde, yukarıda yapılan analiz çerçevesinde, 2003 yılında enflasyon-büyüme dinamiklerindeki muhtemel gelişmelere ışık tutmak istiyoruz.

Bugün karşı karşıya bulunduğumuz iç ve dış siyasi nedenlere bağlı belirsizlik emarelerinin olmadığı bir ortamda enflasyonun kalıcı bir şekilde düşürülmesi sonucunda beklentilerle uyumlu bir şekilde reel faizlerin de düşmesi kaçınılmazdır. 3 Kasım seçimleri öncesinde siyasi belirsizlik nedeniyle % 30'un üzerinde gerçekleşen beklenen (ex-ante) reel faiz oranları 2002 Mayıs ayında % 20 civarında idi. Irak krizi ve hükümetin tam anlamıyla belirginleşmemiş ekonomi politikalarının yarattığı

belirsizlik yüzünden hali hazırda % 30'ların üzerinde seyreden reel faizlerin bu belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla yıl sonuna doğru % 15-% 20 aralığına inmesi beklenmelidir. 2002 sonunda % 30'un altına düşen TÜFE bazlı enflasyonun 2003 yılında da düşmeye devam edeceği ve ekonomik programda planlandığı gibi 2003 sonunda % 20'ye kadar düşeceği yönünde güçlü beklentiler bulunmaktadır. İç borç yükünün sürdürülebilir olduğunun anlaşılması için reel faizlerin yüzde 10'lara düşmesi bir olmazsa olmaz koşul değildir. Hazine için önemli olan TL ve döviz cinsi ağırlıklı ortalama maliyetin ağır da olsa kararlı bir iniş trendinde olmasıdır. Burada TL reel faizleri kadar, TL deki reel değer kaybı/kazancı da belirleyici olacaktır. Irak belirsizliğinin ortadan kalkması ve ekonomik programdan taviz verilmeyeceğinin anlaşılması faiz düşüşü için uygun ortamı hazırlayacaktır.

Bu senaryo dahilinde % 10-20 aralığında hareket etmesi beklenen reel faizlerin programda 2003 yılı için öngörülen % 5'lik GSYİH büyüme hızının üzerinde olmasına karşın, kamu kesiminin bütçe fazlası vermeye devam etmesiyle 2003 yılı için planlanan iç borç servisinin önemli bir kısmı karşılanabilecektir. Geriye kalan kısmı ise dış piyasalardan karşılanabilecektir. İçeride programın başarıyla uygulanması ve reel faizin düşmesi yurt dışından borç bulmayı daha da kolaylaştıracak, ödenen risk priminin düşmesini ve vadenin uzamasını sağlayacaktır. Böyle bir durumda dış borcun belki biraz artması söz konusu olsa bile vadenin uzaması kesinlikle Türkiye'nin kısa vadedeki dış borç servisini azaltacak, dolayısıyla ekonominin rahatlamasında etkili olacaktır.

Enflasyonun % 20'lere çekilmesinin etkisi iki yönlü olacaktır. Enflasyondaki düşüş, fiyat belirsizliğinin azalması ve kontratlarda vadelerin uzaması vasıtasıyla iç talebi arttıracaktır. Bunun yanı sıra daha önemli etki reel faizlerdeki düşme yoluyla olacaktır. Normal şartlarda reel faizlerin düşmesinin hem yıllardır ertelenen yatırımların gerçekleştirilmesi hem de tüketim harcamalarının artması için uygun ortamı oluşturması beklenir. Ancak finans sektörünün 2001 krizi sonrasında içine düştüğü kredi daralmasının en büyük nedeni olan geri dönüşü olmayan krediler sorunu devam etmektedir. Diğer ülke örneklerinde de görüldüğü gibi bu kredilerin varlığı bankacılık sektörünün yeni krediler açma potansiyelini olumsuz etkilemektedir. Bu yüzden, bu kredilerin varlığı 2002-2003 döneminde enflasyondaki düşüşün büyüme üzerindeki etkisinin de azalmasına yol açacaktır. Önemi itibarıyla bankacılık sektörünün kredi yaratma kapasitesi ve bunun ekonomik büyüme üzerindeki olası etkileri Bölüm IV.C'de ayrıntılarıyla ele alınacaktır.

Enflasyon'daki düşüşe paralel olarak düşecek olan reel faizler ve ardından beklenen talep artışının enflasyonun kontrol edilmesini güçlendireceği yolunda bazı yorumlara rastlamak mümkündür. Geçmişte bunun örnekleri vardır. Hızla artan talep dönemlerinde üreticiler fiyatlarını daha hızlı arttırma yoluna gitmişlerdir. Böyle bir davranış eğiliminin tekrarlanması enflasyondaki düşüşü yavaşlatabilir ve hatta enflasyonda artışa neden olabilir.

Ancak unutulmamalıdır ki, geçmişten farklı olarak bugün Türkiye'de uygulanan dalgalı kur rejiminin bu eğilimleri törpüleyici bir etki yapması söz konusudur. Enflasyonda gözlenen başarı, ekonomi yönetimine ve politikalarına olan güvenin artmasına ve bunun bir uzantısı olarak da dövizden TL'ye geçişe ve TL'nin reel olarak değerlendirilmesine yol açacaktır. TL reel olarak değer kazanırken ithal girdilerin fiyatları artmayacak ve bu da üretim maliyetleri üzerinde ciddi bir baskı yaratacaktır. Maliyetler artmazken ve hatta azalırken, üreticilerin sadece talepteki canlanmaya bakarak zam yapması da oldukça zordur. Döviz kurunun artmadığı bir dönemde, sadece talep artışına dayanarak yapılan zam, talebin yerli mallardan ithal mallara kaymasına neden olacaktır. İthal mallardan gelen rekabet karşısında yerli üreticinin izleyeceği doğru strateji kesinlikle fiyatlarını kontrol altına almak olacaktır.

Yukarıda ele aldığımız süreci 2000 yılında talep patlamasına götüren süreçten ayıran en önemli nokta dalgalı döviz kuru rejiminin doğasında bulunan kur belirsizliğidir. Kur belirsizliği dövize olan talebi her zaman belirli bir seviyenin üstünde tutup yerel paraya geçişin çok hızlı gerçekleşmesini engeller. Bu yüzden dalgalı kur rejiminde TL'deki değerlendirilmenin ve reel faizlerdeki düşüşün daha makul seviyelerde ve hızlarda gerçekleşmesi beklenir. Örneğin, Türkiye'nin ve dünya ekonomisinin içinde bulunduğu koşulları dalgalı kur rejimiyle birlikte değerlendirdiğimiz zaman reel faizlerin önümüzdeki bir kaç yıl içinde %10'un altına düşmesinin oldukça zor bir ihtimal olduğunu söyleyebiliriz. % 10 gibi uluslararası normların oldukça üzerinde olan reel faizler ise kısa dönemde olmasa bile uzun dönemde büyüme dinamiklerini yavaşlatıcı bir etki yapması kaçınılmazdır.

B Ö L Ü M

ÖNÜMÜZDEKİ DÖNEMDE EKONOMİ POLİTİKASI

5. ÖNÜMÜZDEKİ DÖNEMDE EKONOMİ POLİTİKASI

Bugün ağır iç ve dış borç yüküyle karşı karşıya kalan Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu açmazdan kurtulabilmesi, sağlıklı ve sürdürülebilir uzun-dönemli büyüme sürecine girebilmesi için uygulanacak ekonomi politika alternatifleri çok fazla değildir. Ancak, bütün toplumsal kesimlerin ve onların temsilcilerinin ülkeyi 2001 krizine sürükleyen politikalarla olan entelektüel bağlarını kesmek zorunda oldukları kesindir. 1990'lı yıllarda uygulanan kur rejimi, para ve bütçe politikalarına atıfta bulunup, o dönemde yüksek enflasyona rağmen büyüdüğümüz şeklinde kendini gösteren zihniyet artık hızlıca ve tamamen terk edilmelidir.

Böyle bir yaklaşım çerçevesinde, önümüzdeki dönemde uygulanması gereken ekonomi politikaları tartışmasına geçmeden önce bir konunun altını dikkatle çizmek gerekmektedir. Önümüzdeki dönemde, ekonomi politikasının temelini enflasyonun düşürülmesinin oluşturması gerektiğini düşündüğümüz için bu bölümde ağırlıklı olarak kur rejimi ve para politikasını tartışacağız. Ancak, yukarıdaki analizimizde de gösterdiğimiz gibi, bütçe açıkları ile enflasyon arasındaki güçlü ilişkiden dolayı, 2001 krizi sonrasında uygulanan programda yapısal reformların ardından en çok ağırlık verilen bütçe politikasına da kısaca yer vereceğiz. Ancak, enflasyonu düşürmeyi amaçlayan politikaların başarıya ulaşması için olmazsa olmaz bir koşul da mali sektörün yeniden yapılandırılmasıdır. Bu bölümde kısaca ele alacağımız makroekonomik politikalar 'ehil' kadrolar elinde 'doğru' bir şekilde uygulansa bile, şu anda mali sektörün içinde bulunduğu koşulların bu uygulamanın reel ekonomi üzerindeki etkisini kısıtlaması mümkündür. Bu açıdan bakıldığında mali sektörün reel sektöre kredi açma potansiyelini yeniden kazanması çok büyük önem arz etmektedir. Bu yüzden bu bölümün son maddesi olarak mali sektördeki kredi arzı sorunu nu Meksika deneyimi ışığında ele alıyoruz.

5.1. Kur Rejimi ve Politikası

Döviz kuru rejimi konusunda Türkiye'deki iktisatçılar arasında dalgalı kura geçişin hemen ardından ortaya çıkan tartışma daha sonra yerini dalgalı kur rejimini gönülsüz de olsa kabullenmeye terk etmiştir. Ancak, iktisatçılar arasındaki bu kabullenme diğer toplum kesimlerine tam olarak yansımamıştır. Önümüzdeki dönemde ekonomi politikalarının başarılı uygulaması açısından, izlenecek kur politikası üzerinde özellikle bu politikayı uygulayacak siyasi partilerin, bürokratların, ve iş ve işçi kesimlerinin geniş bir mutabakatına varılması büyük önem arz etmektedir.

Kur rejimi seçimi bugün sadece Türkiye’de değil bütün gelişmekte olan ülkelerde tartışılmaya devam eden bir konudur. Son yıllarda yapılan çalışmalar gelişmekte olan ülkelere kur rejimi uygulamalarının dalgalı ya da sabit kur rejimlerine yakınsama gösterdiğini, kontrollü dalgalanma (managed float) ve sürünen kur (crawling-peg) gibi ara kur rejimlerinin giderek daha az tercih edildiğini göstermektedir. Ancak Arjantin’deki büyük çöküşün ardından mali sistemleri yeterince gelişmemiş ülkelerde sabit kur rejimi uygulamasının sorgulanması gerektiği açıkça ortaya çıkmıştır.

Bu bölümdeki incelememizin ana teması Bordo ve Flandreau (2001) tarafından yapılan çalışmaya dayanmaktadır. Bordo ve Flandreau (2001), tıpkı günümüzde olduğu gibi, göreceli bir finansal serbestliğin olduğu I. Dünya Savaşı öncesi dönemde de kur rejimleri arasında yapılacak seçim ile ülkenin mali gelişmişlik düzeyi arasında önemli bir bağ bulunduğunu göstermektedir. Uluslararası finans piyasalarında kendi parasıyla borçlanabilecek düzeyde finansal gelişme gösterememiş ülkeler, sabit ya da kontrollü kur sistemlerini tercih etmekteydiler. Bunun açık nedeni uluslararası yatırımcının karşılaşacağı döviz riskini en aza indirmek ve böylece daha fazla sermaye çekebilmektir.

1990’lı yıllarda gittikçe yoğunlaşan ikinci küreselleşme sürecinde de benzeri gelişmeler gözlemlendi. Gelişmekte olan bir çok ülkenin mali sektörleri yeterli düzeyde gelişmemiş olduklarından bu ülkelerin önemli bir çoğunluğu sermaye hareket serbestisinin hemen ardından sabit ya da kontrollü kur rejimlerini uygulamaya koydular. Kontrollü kur rejimiyle kısa vadede en aza indirgenen kur riski sayesinde bu ülkeler önemli çapta kısa ve orta vadeli yabancı sermaye çekme başarısını gösterdiler.

Ancak kontrollü kur sisteminin de yardımıyla hızla borçlanan bu ülkeler, zaman içinde artan cari açık ve sürdürülemez hale gelen dış borçlar nedeniyle bir noktada paralarını devalüe etmek ve esnek kur sistemine geçmek zorunda kaldılar. İşte bu noktada, bir çok ülkedeki deneyimler kontrollü kur sisteminin reel maliyetlerinin çok daha büyük olacağını öğretti. Yabancı sermayenin ülkeye getirilmesinde önemli rol oynayan bankacılık sektörü, bu krizlerde büyük çaplı döviz açık pozisyonuyla yakalandığı için ortaya çıkan krizlerden en çok etkilenen ve krizin reel ekonomiyi etkilemesini sağlayan bir çeşit taşıyıcı sektör oldu.

Şekil 11’de Türkiye dahil 10 belli başlı gelişmekte olan ülke için 1970-2000 döneminde dış borcun GSMH’ya oranı sunulmaktadır. Dikey düz çizgi sermaye hare-

ketlerinin serbest bırakıldığı yılı, dikey kırık çizgi ise bu ülkelerin yaşadıkları ekonomik krizin patlak verdiği yılı göstermektedir. Şili ve Filipinler hariç diğer bütün ülkeler liberalizasyon sonrasında ya sabit ya da kontrollü (peg) kur rejimini uygulamışlardır.¹⁵ Sabit ya da kontrollü kur rejimi uygulayan ülkelerin hemen hepsinde de sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının ardından ve özellikle de krizlerden bir-iki yıl önceki dönemde dış borç yükünün arttığını gözlemlemekteyiz. Burada ele almadığımız bir diğer veri de dış borç yükünün vade yapısıdır. Bu ülkelerin tamamında bu dönem zarfında dış borcun vadesi giderek kısalmıştır. Kriz yıllarında (Türkiye 1994, Meksika 1995, Doğu Asya ülkeleri 1997-1998, Brezilya 1999) dış borç yükü daha da hızlı artmıştır.¹⁶ Kriz sonrasında kontrollü kurdan dalgalı kura geçiş yapan bu ülkelerin dış borç yükünde zaman içinde bir hafifleme olduğu görülmektedir. Bu eğilim 1995 krizi sonrasında Meksika’da çok net olarak gözlenmektedir.

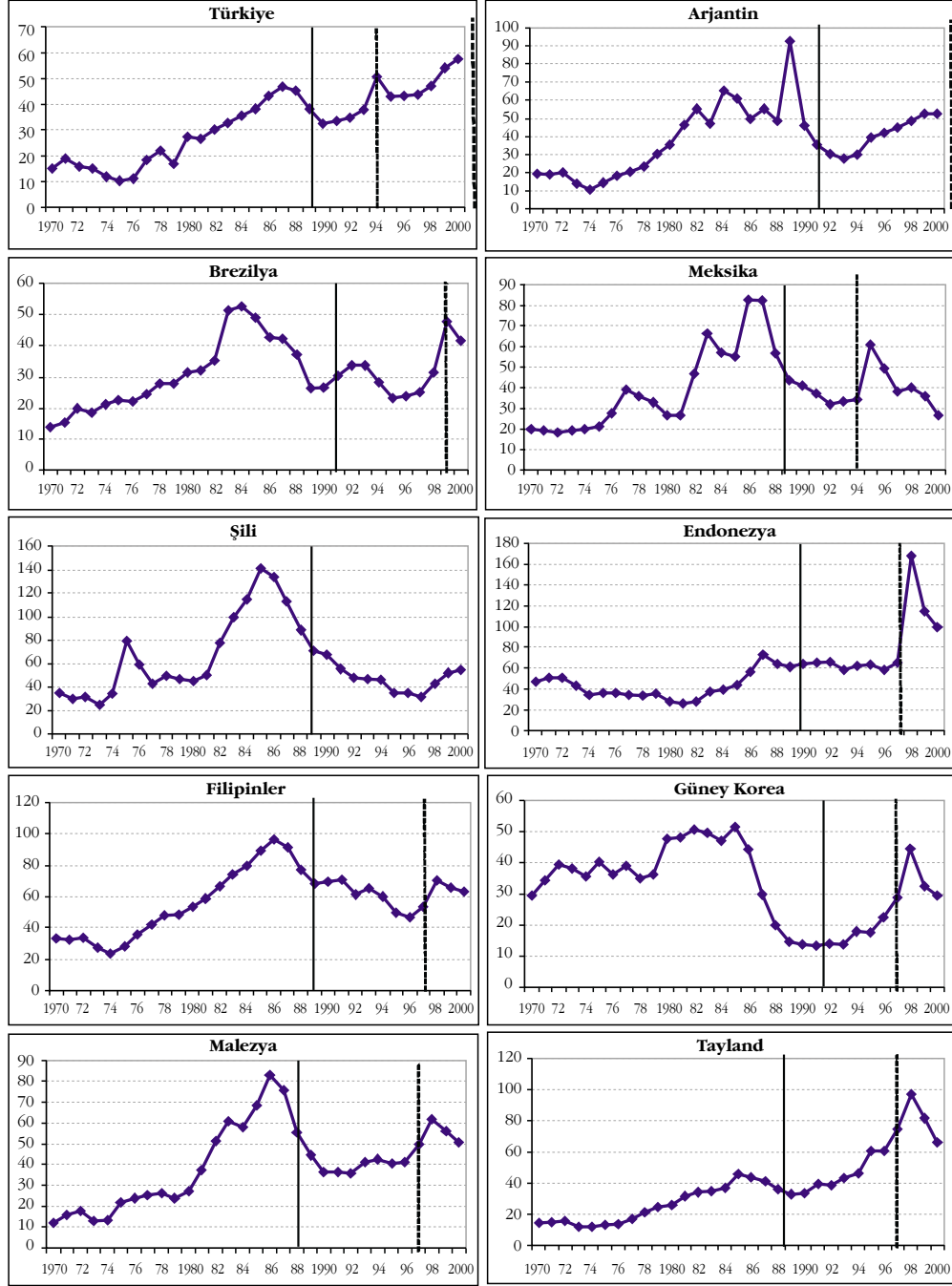
Şekil 11’de gözlenebilen kontrollü kur rejimi ve dış borç yükü arasındaki ilişkinin kalkınmakta olan ülkeler genelinde var olan bir ilişki olduğu Alper ve Yılmaz (2002) tarafından gösterilmiştir. 57 ülke için 1975-2000 yılları arasındaki panel verileri kullanarak yapılan regresyon sonuçları, dış borç yükündeki artışın serbest dalgalı kur rejiminden kontrollü ve sabit kur rejimlerine doğru gittikçe dış borç yükünün daha hızlı arttığını göstermiştir.

Literatürde serbest dalgalı kur sisteminin en önemli olumsuzluklarından birisi olarak kurda meydana gelebilecek dalgalanmaların enflasyonun artmasına neden olması sayılmaktadır. Ancak son on yılda meydana gelen ekonomik krizlerin ardından dalgalı kur sistemine geçen ülkelerde enflasyon kontrolden çıkmamış, tam tersine bu ülkelerin hemen hepsinde enflasyon tek haneli rakamlara indirilmiştir. Dalgalı kur rejimi altında enflasyonun kontrol altına alınabilmesinin önemli bir nedeni de, bu kur rejimlerinde kronik enflasyonun ardında yatan en önemli neden olan bütçe açıklarının finansmanın daha da zorlaşmış olmasıdır. Dalgalı kur rejimi altında bütçe açıklarını uluslararası yatırımcılardan alınan borçlarla finanse etmenin önüne kur riski ve dolayısıyla daha yüksek borçlanma maliyeti engeli konmaktadır.

(15) Bu ülkeler arasında Şili kısa vadeli sermaye hareketlerini caydırıcı önlemleri alan tek ülkedir. 1997 krizi sonrasında sabit kur rejimine geçen Malezya ise sermaye hareketlerini tamamen engellemeyi tercih etmiştir.

(16) Kriz yıllarındaki bu sıçramanın nedenlerinden birisi kriz sırasında IMF gibi uluslararası kuruluşlardan alınan acil krediler ise, diğer bir nedeni ise kriz sırasında dolar bazında GSMH’nın çok ciddi düşüşler kaydetmesidir.

Şekil 11. Dış Borç/GSMH Oranı 1970-2000 ve Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi



Not: Düz dikey çizgi sermaye hareketlerinin serbest bırakılması kararının alındığı yılı, kırık dikey çizgi ise krizin patlak verdiği yılı göstermektedir. Türkiye ve Arjantin krizleri veri tabanında olmayan 2001 yılında gerçekleştiği için kırık dikey çizgi 2000 yılından hemen sonra yerleştirilmiştir.

Kaynak: World Development Indicators, Dünya Bankası.

Bu ülkelerde sabit kur sistemi döneminde yıllarca biriken dış borçlar artık sürdürülemez hale gelmekte ve ciddi bir mali ve ekonomik kriz patlak vermektedir. Krizin ardından sabit kur sisteminin sürdürülmesi mümkün değildir, çünkü artık borç ödeme zamanıdır ve kontrol altında tutulan kurlarla yerel paranın aşırı değerlendirilmesi cari işlemler dengesinin fazla vermesini zorlaştıracaktır. Oysa dalgalı kur sisteminde denge kuru arz ve talep dengesine bağlı olacağı için dış borç ödemelerinin yüksek olduğu dönemlerde yerel para değer kaybedecek, bu da cari işlemler dengesinin fazla vermesini kolaylaştıracaktır.

Gelişmekte olan ülkeler için geçerli olan bu gözlemler ve sonuçların ışığında ikinci bölümde detaylı bir şekilde ele aldığımız Türkiye'deki gelişmeleri incelediğimizde yukarıda öne sürdüğümüz şablonla uyumlu bir resim ortaya çıkmaktadır.

Türkiye özelinde 1989 yılında sermaye hesabının serbestleştirilmesinin hemen ardından kontrollü kur sistemi devreye sokulmuş ve dolayısıyla yabancı ve yerli yatırımcı ve araçlar için döviz kuru riski en aza indirgenmiştir. Kur riskinin çok az olduğu bir ortamda devlet tahvili tutan yabancı yatırımcı, devletin bütçe açıklarının finanse edilmesinde dolaylı ya da dolaysız önemli bir rol oynamıştır. Yabancı yatırımcının yanı sıra, geçmişte en önemli gelir kaynağı halktan aldığı mevduatı özel sektöre kredi olarak vermekten elde ettiği faiz farkı olan bankacılık sektörü, bu yeni düzen altında çok daha karlı bir iş imkanı olan devlete borç vermeyi tercih etmiştir. Bankalar yurt dışından % 6-7'lerde aldıkları kredileri, % 20 ve hatta bazen % 40'a varan reel faizlerle devlete borç olarak vermişlerdir. Devletin borç yükünün artması, bankaların risk primini ve reel faizleri daha da yükseltmesine neden olmuş, bankaların ellerindeki devlet kağıtları stokunun giderek artması ise, bu sistemin sürdürülmesini teşvik etmiştir.

Bu politikaların sonucu olarak 1988-1989 yıllarında % 5 civarında gerçekleşen Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi oranı (KKBG) 1990-1991 döneminde ortalama % 9'a ve 1992-1993 döneminde ise ortalama % 11.5'a çıkmıştır (Şekil 3). 1994 krizi sonrasında alınan önlemlerle geçici olarak kısmen gerileyen bu oran, 1999 yılı sonrasında % 15'in üzerine çıkacak şekilde artmaya devam etmiştir. Bütçe açıklarının finansmanının önemli bir kesimi dolaylı ya da dolaysız dış borçlanmayla gerçekleştirildiği için bu süre zarfında Türkiye'nin dış borcu yaklaşık olarak üçe katlanmıştır. 1989 sonunda 41 milyar dolar olan toplam dış borç 1993 yılı sonunda 67 milyar dolar, 1998 yılı sonunda 96 milyar dolar ve 2001 sonu itibarıyla 115 milyar

dolara ulaşmıştır. Bu verilere göre, Türkiye 2001 sonu itibarıyla dünyanın en borçlu dördüncü ülkesidir.

Haziran 2002 sonu itibarıyla 126 milyar dolarlık bir dış borç yükünü taşımak zorunda olan Türkiye'nin dalgalı kur sisteminden kontrollü kur rejimine geçişi bu borç yükünün daha da artmasına yol açacak, ya da en azından bu yükün azaltılması sürecini yavaşlatacaktır. Oysa Türkiye'nin kaybedecek zamanı yoktur. Bir an önce dış borç miktarını makul seviyelere çekmeli, ve GSMH artış hızının yavaş yavaş artmasıyla birlikte ülkenin dış borcunu ödeme imkanlarını arttırmak gerekmektedir.

Türkiye'de önümüzdeki dönemde dalgalı kur rejiminin uygulanması Merkez Bankası'nın döviz piyasalarına dolaylı ya da dolaysız hiçbir müdahalesinin olmaması anlamına da gelmemelidir. ABD, Almanya ve Japonya'nın da aralarında bulunduğu bir çok sanayileşmiş ülke merkez bankasının dalgalı kur rejimine geçtikleri 1973 yılından bu yana bir çok kez döviz piyasalarına müdahale ettiği bilinen bir gerçektir. Türkiye gibi dışsal şokların etkisinin çok daha derin yaşanabildiği bir ülkede Merkez Bankası'nın piyasalara kesinlikle ve kategorik olarak müdahale etmemesini beklemek gerçekçi değildir; ancak Merkez Bankası'nın kuru kontrol altında tutma, aleni ya da gizli bir denge kuru belirleme gibi bir politikasının olmadığına sinyallenmesi ve piyasaların buna ikna edilmesi son derece önemlidir. Bu konuda kamuoyu, iş ve finans çevrelerinin Merkez Bankası'ndan bu yönde talepte bulunmaları son bulmalıdır. Merkez Bankası'nın bu konudaki samimiyetine bir an önce uyum sağlamak en sağlıklı yaklaşım olacaktır. Kaldı ki esnek kur rejiminde sağlanmaya çalışılacak bu türden bir "yapay" istikrar, reel döviz kurunu pozitif ya da negatif reel şoklar sonucu gitmesi gereken yönlerden de saptırabilecektir. "Ne kadar enflasyon, o kadar devalüasyon" anlayışının başka ve geçmişte kalmış bir sisteme ait ve uygulanma imkanı olmayan bir anlayış olduğu kamuoyunca net bir şekilde algılanmalıdır.

5.2. Enflasyon Hedeflemesi

Dalgalı kur rejimi altında dezenflasyonun kararlı bir tavırla sürdürülmesi için bu rejim altında uygulanacak tek bir para politikası alternatifi bulunmaktadır. Bu da enflasyon hedeflemesidir. Bu bölümde enflasyon hedeflemesi uygulamasını ele alıp Brezilya ve Meksika deneyimleri ışığında Türkiye'deki uygulaması hakkında bazı önemli noktaları vurgulayacağız.

Enflasyon hedeflemesi düşük enflasyonlu ülkelerde uygulanan ve para politikasını geleceğe yönelik enflasyon hedefiyle uyumlu ve fazla katı olmayan bir kurala bağlamayı amaçlayan bir para politikası yaklaşımıdır. Enflasyon hedeflemesinin 1990'lı yıllarda popüler hale gelmesinin ardındaki en önemli neden merkez bankaları tarafından ara hedef olarak kullanıla gelen parasal büyüklükler (M1, M2) ile reel değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin 1980'li yıllardan itibaren kaybolmaya yüz tutmuş olmasıdır. Böyle bir ortamda gündeme gelen alternatif para politikası yaklaşımlarından birisi enflasyon hedeflemesidir.

1990'ların ilk yarısında enflasyonu diğer gelişmiş ülkelere oranla daha yüksek seyreden Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Avustralya, Finlandiya ve İspanya enflasyon hedeflemesi uygulamasına öncülük eden ülkelerdir. Bu guruba özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısında İsrail, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Meksika, Kolombiya, Brezilya, Güney Afrika, Şili, Güney Kore, ve son olarak da Tayland gibi gelişmekte olan ülkeler de katılmıştır.

Kur çıpasına dayalı politikalar gibi, enflasyon hedeflemesi de geleceğe dönük bakış açısını vurgulayan bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım, enflasyonu kalıcı bir şekilde kontrol altına almak için enflasyon beklentilerini aşağı çekmenin ve ekonomi politikalarının güvenilirliğini arttırmanın önemini vurgular. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında merkez bankası tarafından ilan edilen yıllık ya da daha uzun vadelerdeki enflasyon hedefi nominal çıpa görevi görmektedir. Merkez bankası bu hedefe ulaşmak için kendi kontrolünde bulunan bütün politika araçlarını kullanacak, ekonomik aktörlerin beklentilerini bu hedefe doğru kanallı etmek için enflasyonla ilgili araştırma ve çalışma raporlarını da kamuoyuyla paylaşacaktır.

Enflasyon hedeflemesine dayalı para politikasının tam anlamıyla ve başarıyla uygulanması için bazı önkoşullar vardır. Bu önkoşullar arasında dalgalı kur politikasını, siyasi otoriteden bağımsızlığı yasalar tarafından garanti altına alınmış ve şeffaf politikalar izleyen bir merkez bankasının varlığını, merkez bankasının değişik vadelerde küçük hata paylarıyla enflasyon tahminleri yapacak teknik kapasiteye ve güvenilirliğe sahip olmasını ve son olarak da görece düşük enflasyon oranını sayabiliriz. Bu ön koşullardan biri ya da bir kaçı yerine getirilemiyorsa da, daha esnek ya da örtük bir enflasyon hedeflemesi politikası izlenebilir. Ancak bu durumda, iki yıl gibi kısa bir sürede enflasyonu % 40'lardan tek haneli rakamlara düşürmek için programın özellikle ilerideki aşamalarının çok iyi planlanması gerekmektedir. Örneğin, Meksika Merkez Bankası, 1996 yılından 2000 yılına kadar geçen sürede ör-

tük para politikası uygulamış, açık anlamda enflasyon hedeflemesine ancak 2000 yılında geçebilmiştir.

Klasik anlamda para politikası stratejisini dört başlık altında toplayabiliriz. Bunlar sırasıyla politika araçları (APİ, bankalara ıskontolu borçlar ve mevduat munzam karşılık ve disponibilite oranları), operasyonel hedefler (para tabanı, faiz oranı, vs.), ara hedefler (parasal büyüklükler -- M1, M2, ve faiz oranları) ve ana hedeflerdir (fiyat istikrarı, reel ekonomik istikrar, finansal piyasalarda istikrar). Enflasyon hedeflemesi altında politika araçları ve operasyonel hedefler aynı kalmakla beraber, ara hedefler konusunda önemli farklılıklar söz konusudur. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında ara hedef değişkeni merkez bankasının model çerçevesinde belirlediği 12 ya da 24 ay vadede gerçekleşmesi beklenen koşullu enflasyon tahminidir. Enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının odak noktası ise koşullu enflasyon tahmini ile yine aynı vade için hedeflenen enflasyon oranı arasındaki fark olacaktır. Yurtiçinden ve yurtdışından kaynaklanan şoklar karşısında nasıl tepkiler verileceği, bu şokların ara hedef değişkeni olan koşullu enflasyon tahminini nasıl etkilediğine bağlıdır.

Belirsizliğin yüksek olduğu ortamlarda kesin enflasyon hedeflemesi uygulaması oldukça zor olacaktır. Bu şartlar altında örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmesi daha uygundur. Örtük enflasyon hedeflemesi altında para politikası araçları sisteme gelen şoklara karşı daha küçük boyutlu bir ayarlamaya tabi olacaktır. Ara hedef değişkeni olan koşullu enflasyon tahmininin hedef enflasyon noktasına ya da aralığına yakınsaması daha uzun zaman alacaktır.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında merkez bankası ile hükümet, yıllık bazda ya da daha uzun vadede (24 ay) gerçekleşmesi hedeflenen nokta ya da bant enflasyon hedefini birlikte belirlerler. Teknik kısmı yoğun olan bir süreç başlar. Para politikası araçlarındaki bir değişikliğin enflasyon ve diğer değişkenler üzerindeki etkisinin görülebilmesi için bir zaman aralığına gereksinim vardır. Bu yüzden merkez bankası'nın kendi geliştirdiği modellere dayanarak değişik vadelerde yapacağı enflasyon tahminlerinin, uygulamada büyük önemi vardır. Yukarıda da belirttiğimiz gibi, enflasyon hedeflemesi altında para politikasının ara hedef değişkeni olarak parasal büyüklükler ya da faiz oranları değil, kamuoyuna ilan edilmeyen koşullu enflasyon tahminidir. Bu tahminlerin hedef enflasyonla karşılaştırılmasından sonra merkez bankası elindeki çeşitli para politikası araçlarını, bu araçların enflasyon üzerindeki etkisinin gecikme süresini de göz önünde bulundurarak kullanmak suretiyle, tahminlerin hedefe doğru yaklaşmasını sağlamaya çalışır. Örneğin, yıllık enflas-

yon tahminleri hedefin üzerinde ise rezerv para ya da diğer parasal büyüklükleri azaltmak suretiyle sıkı bir para politikası izleyecek ve faizlerin artması ve talepteki daralmanın sonucunda enflasyonun düşmesini bekleyecektir.

Enflasyon hedeflemesini daha iyi anlayabilmek için bugün ABD Hazine Bakan Yardımcılığı görevinde bulunan John Taylor tarafından kavramsallaştırılan Taylor kuralını kısaca ele almak gerekir (Bakınız Taylor, 1993). Taylor kuralı, merkez bankasının kendisinin tanımladığı bir para politikası reaksiyon fonksiyonu çerçevesinde kısa vadeli reel faizlerin (r) alacağı yeni değeri gösterir. Bu kuralın ana değişkenleri, gerçekleşeceği tahmin edilen enflasyonun (π^e) hedef enflasyondan (π^*) sapması ile reel büyüme oranının (y) trend büyüme oranından (y^*) sapmasıdır. Merkez bankası, bu fonksiyonda enflasyon ile reel büyüme arasında hangisini daha önemli görürse ona göre o değişkenin fonksiyon içindeki ağırlığını (α ya da β) daha yüksek tutabilir.

$$r = r^* + \alpha(y - y^*) + \beta(\pi^e - \pi^*)$$

Gerçekleşeceği tahmin edilen enflasyon (π^e) hedef enflasyona (π^*) ve reel büyüme oranı da (y), trend ya da potansiyel büyüme oranına (y^*) eşit ise, kısa vadeli reel faizlerin uzun dönemli reel faizlerden sapması için bir neden yoktur. Ancak tahmin edilen enflasyonun hedef enflasyonun üzerinde olması durumunda, merkez bankası elindeki politika araçlarını kullanmak suretiyle kısa dönemli reel faizleri artıracaktır.

Taylor kuralı denince enflasyon hedeflemesinin, bir uçta tavizsiz kuralcılık diğer uçta ise duruma göre değişen politikalardan oluşan karşılık içinde kuralcılıktan yana bir düşüncenin ürünü olduğu ve merkez bankasının elinin kolunun bir kuralla bağlanacağı fikri akla gelmemelidir. Yukarıda ele aldığımız haliyle enflasyon hedeflemesi, Taylor kuralının daha da genelleştirilmiş şeklini uygulamayı gerekli kılar. Örneğin, açık ekonomilerde enflasyon hedeflemesi uygulamasında döviz kuru ve yurtdışından kaynaklanan şoklar kesinlikle göz ardı edilemez. Bunun en önemli nedeni, açık ekonomilerde döviz kurunun geçiş (pass-through) etkisinden dolayı doğrudan ve dolaylı olarak enflasyon üzerinde etkisi olmasıdır. Diğer önemli bir neden ise, döviz kurunun geleceğe dönük ve ağırlıklı olarak beklentilere bağlı olarak belirlenen bir fiyat olması, özellikle dalgalı kur rejimlerinde para politikasının bu değişkendeki hareketleri göz önünde bulundurmasını zorunlu kılmaktadır. Son olarak, yurtdışından kaynaklanan ekonomik şoklar döviz kuru vasıtasıyla ülke ekonomisine yansıtacağı için, bu etkiler enflasyon hedeflemesinde mutlaka göz önünde bulundurulmalıdır.

Döviz kurunun yanı sıra para politikası reaksiyon fonksiyonunda bir çok başka değişkenin yer alması beklenebilir. Bunlar arasında toplu iş görüşmeleri sonucunda ilan edilen ücret zammı ve ortalama işçi maliyeti, kamu sektörü fiyatları, tarımsal ürünlerin fiyatları, ekonominin önemli sektörlerindeki arz ve talep değişiklikleri sayılabilir.

Taylor kuralından da anlaşılacağı üzere, merkez bankasının amacına bağlı olarak enflasyon hedeflemesi'nin sıkı ve esnek versiyonlarını uygulamak mümkündür. Merkez bankası enflasyonun düşürülmesi dışında başka bir amaç gütmüyorsa sıkı enflasyon hedeflemesi, üretim ve istihdam gibi başka amaçları da varsa esnek enflasyon hedeflemesi uygulanması beklenir. Sıkı enflasyon hedeflemesi politikası uygulamasında hedefe ulaşabilmek için, para politikası araçlarının daha sık değiştirilmesi gerekecektir. Bu da, diğer değişkenlerin oynaklığının artmasına yol açacaktır.

Enflasyonlarının doğası Türkiye'dekinden belirli farklılıklar göstermesine karşın uygulama konusundaki bazı noktalara dikkat çekmek için Brezilya ve Meksika örneklerinden yararlanabiliriz. Öncelikle Brezilya'nın enflasyon hedeflemesine geçtiği dönemde (1 Temmuz 1999) bir enflasyon problemi olmadığı için tedrici bir dezenflasyon politikasına yönelmeyi seçmediğini saptamak gerekiyor. Kurlan dolayı bir defalığına karşılaşılan bir enflasyon darbesi söz konusu olduğundan görece fiyatların bir süre sonra yerlerine oturacağı ve enflasyonda 1998 düzeylerine dönüleceği görüşü hakimdi. Türkiye'nin kronik ve yüksek bir enflasyon derdinden muzdarip olduğunu düşündüğümüzde tedrici bir hedeflemenin daha doğru olabileceğini söyleyebiliriz; enflasyon hedeflemesi özellikle Merkez Bankası'na olan güveni esas alan bir para politikası çerçevesi olduğundan gerçekleştirilemeyen hedeflerin maliyetinin yüksek olabileceğini iyi değerlendirmek gerekiyor.

Bu açıdan bakıldığında Meksika deneyimi Türkiye için daha geçerlidir. Uygulamada hedef enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki farkın azalması belirli bir zaman diliminde gerçekleşebilmektedir. Tablo 8'de de görüldüğü gibi, enflasyon hedeflemesi uygulamasına 1996 yılında başlayan Meksika'da 1996 ve 1998 yıllarında gerçekleşen enflasyon, hedef enflasyonun yaklaşık 7 puan üzerindedir. Öte yandan, enflasyon beklentileri ile yıl sonunda gerçekleşen enflasyon arasında da ciddi farklar oluşabilmektedir. Ancak, bütün bu farklar merkez bankasının uygulama ve özellikle enflasyon tahminleri konusunda daha fazla deneyim kazanmasıyla zaman içinde giderek azalmaktadır. Türkiye için de aynı koşulların tekrarlanması söz konusudur. Uygulamanın başladığı ilk bir kaç yıl hedef olarak seçilen enflasyon oranının tam tamına tutmasını beklemek doğru olmaz.

Tablo 8. Meksika’da Enflasyon Hedeflemesine Geçiş

(%)	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Hedef enflasyon	42	20.5	15	12	13	10
Gerçekleşen enflasyon	52	27.7	15.7	18.6	12.3	8.9
Yılbaşındaki enflasyon beklentileri	29.9	28.6	18.2	13.2	16.5	11.1
Hedef para tabanı büyüme oranı	29.1	28.6	24.5	22.5	18.1	20.6
Gerçekleşen para tabanı büyüme oranı	17.3	25.7	29.6	20.8	29.8	22.4

Kaynak: Werner (2001)

Merkez bankasının her zamankinden daha baskın bir rol üstlendiği enflasyon hedeflemesinde, merkez bankasının hedeflenen aralık yakalanamadığında limitlerin aşılmasının nedenleri, bunların tekrarlanmaması için ne gibi önlemlerin alındığı ve bu önlemlerin ne kadar bir süre içinde sonuç vereceğine dair ayrıntılı bir rapor yayınlaması esas kabul edilmiştir. Brezilya Merkez Bankası da bu prensipleri benimsemiş ve bu konuda şu ek önlemin de önemini çok açık bir şekilde algılamıştır: Merkez bankasının aldığı kararların kamuoyu tarafından anlaşılması ve monitör edilmesi, hedeflerden sapıldığı takdirde sapmanın nedenleri ve alınan önlemler hakkında tam bilgi sahibi olması esastır. Para otoritesi ile piyasalar ve halk arasındaki iletişimin son derece kuvvetli ve şeffaf olması bu politikanın "olmazsa olmaz" koşuludur.

Brezilya örneğinde olduğu gibi Türkiye’de de mali kısıtlar önemli boyutlarda olduğu için en azından kısa dönemde faiz oranı Merkez Bankası’nın elindeki tek politika aracı olarak kalmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, enflasyon hedeflemesinin bir ön koşulu olan esnek döviz kuru rejiminin özellikle Türkiye örneğinde belli riskleri ortadan kaldırmayacağıdır. Hatta iktisat literatüründe "gözlemsel eşitlik" (observational equivalence) diye adlandırılan durumun bir türevinin ortaya çıkabileceğini, bunun da arzu edilmeyen bazı sonuçlar yaratabileceğini son derece muhtemel bir senaryo ışığında anlatabiliriz. Farz edelim döviz kuru bir şoktan dolayı önemli ölçüde sıçradı. Bunun kurlardan enflasyona geçiş vasıtasıyla enflasyon üzerinde yaratacağı etkiyi bertaraf etmek isteyen Merkez Bankası faiz oranlarını yukarı çekerek enflasyonist baskıyı hafifletme yoluna gidecektir. Ancak piyasa oyuncularında Merkez Bankası’nın kuru kontrol altında tutmak üzere bir operasyonda bulunduğu (yanlış) izlenimi olduğu takdirde dövize hücumun gerçekleşmesi son derece yüksek bir olasılıktır. Bu takdirde esnek kuru "korumaya" çalışan

bir Merkez Bankası algılaması gündeme gelecek ve kur dengesi ciddi ve aslında hiç gereği olmayan bir darbe yiyebilecektir. Özetle, enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışan bir Merkez Bankası ile kuru kontrol altında tutmaya çalışan bir Merkez Bankası dışarıdan bakan gözlemciler açısından tamamen aynı görüntüyü verecektir; yapılan müdahalenin tamamen enflasyonu kontrol altında tutmaya yönelik olduğunun kamuoyu tarafından rahatlıkla anlaşılabilmesi için başta yapılmış olan iletişimin son derece kuvvetli ve açık yapılmış olması zorunludur.

Enflasyon hedeflemesi politikasında kamuoyuna yapılan açıklamaların açıklık derecesi ve verilen bilginin kapsamı otoritelerin seçecekleri parametrelerden biridir. Brezilya Merkez Bankası "tam açıklık" (full disclosure) stratejisini seçmiş ve bunu düzenli olarak yayınladığı kapsamlı enflasyon raporları ile kamuoyuna aktarmıştır. Türkiye için de bu yolun izlenmesi gereken yol olduğu kanaatindeyiz; devalüasyon sonrasında son derece başarılı bir yönetim gösteren Merkez Bankası'nın zaman zaman döviz kuru düzeyi ve volatilitesi konusunda piyasalarla düştüğü ikilemi bu konuda yaşamaması son derece önemlidir.

Enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği teknik altyapının Brezilya örneğinde başlangıçta mevcut olmadığı ancak kısa zamanda oluşturulduğu bilinmektedir; Türkiye bu konuda daha hazırlıklıdır ve teknik altyapısı kuvvetli bir Merkez Bankası oluşmuştur. Bu bağlamda gerekli olan modellemelerin gerçekleştirilmesinde bir sorun yaşanmayacaktır. Dikkat edilmesi gereken nokta, iktisadi ajanlar ile iletişimin kuvvetli yapılması ve tam açıklık ilkesine sadık kalınmasıdır. Enflasyonun yapışkan doğasının sıkı mali politikalar ve kuvvetli mali sinyaller eşliğinde uygulanan bir enflasyon hedeflemesi ile aşılması için hiçbir sebep bulunmamaktadır.

5.3. Bütçe Politikası

Önümüzdeki dönemde bütçe politikası ile ilgili yapılacak en kritik tespit şu anda uygulanan programın öngördüğü bütçe politikalarından kesinlikle taviz verilmesi gerektiğidir. Ülkenin ve devletin karşı karşıya bulunduğu ağır borç yükü altında, 2002-2004 yılları için programda öngörülen % 6.5'luk faiz-dışı konsolide kamu sektörü bütçe fazlası rakamında bir azaltmaya gitmek yanlış olacaktır. Borç yükünü düşürmek için üç yıla yayılacak faiz-dışı bütçe fazlası seviyesi bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye'de 2001 krizi sonrası dönemde oldukça yaygın kabul gören, Keynesyen bir yaklaşımla bütçe harcamalarının artırılmasının ekonominin daha hızlı büyümesine yol açacağı fikri kesinlikle yanlıştır. Harcamalardaki artışın hali hazırda büyük bir borç yükü altında ezilmekte olan kamu maliyesine ge-

tireceği ek yük böyle bir politika karşısında hızla artması beklenen reel faizler yüzünden çok daha fazla olacaktır. Bu da, ülkenin içinde bulunduğu borç batağından çıkamaması demektir.

Bütçe politikaları açısından önem taşıyan konu, harcamaların daha kontrollü ve şeffaf bir ortamda yapılması için gerçekleştirilen yapısal reformlardan sonra sıranın bir an önce vergi reformlarına gelmesidir. Vergi reformu yapılmadan sadece harcamaların kısılmasıyla bütçe disiplininin sağlanması mümkün değildir. 1994-2001 yılları arasındaki çeşitli vergi gelir kalemlerinin toplam konsolide bütçe gelirleri içindeki payları Tablo 9'da sunulmuştur. Tablo 9'dan da anlaşılacağı üzere vergi gelirlerinin % 60'ını dolaylı vergiler (mal ve hizmetlerden, ve dış ticaretten alınan vergiler) oluşturmaktadır. Tablo 9'da veri eksikliği nedeniyle gösterilememesine karşın dolaysız vergiler içinde kamu ve özel sektörde çalışan memur ve işçilerin ödediği vergiler çok önemli bir yer tutmaktadır. Şu anda yürürlükteki ki vergi sistemi Türkiye'yi küçük esnaf ve serbest meslek sahipleri için bir vergi cenneti yapmıştır. Bu veriler ve gözlemler vergi sisteminin çarpıklığını göstermektedir. Vergi sistemi, vergi adaletini sağlayacak, kayıt-dışı ekonomiyi azaltacak, yatırım, üretim ve istihdamın üzerindeki ağır vergi yükünü hafifletecek bir yönde iyileştirilmelidir. Vergi tabanının genişlemesi ile, hem vergi oranlarının azalmasına imkan tanınması hem de toplam vergi hasılatının düşürülmemesi mümkündür.

Tablo 9. Çeşitli Vergi Kalemlerinin Konsolide Bütçe Gelirleri İçindeki Payı (%)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Vergi Gelirleri	78.6	77.6	83.1	82.1	78.8	78.8	78.5	76.8
Gelirden Alınan Vergiler	33.0	31.2	32.1	32.8	36.1	34.8	31.1	30.2
Gelir Vergisi	24.3	23.6	25.0	26.0	29.7	26.3	18.4	22.3
Kurumlar Vergisi	5.9	7.4	6.9	6.9	6.4	8.2	7.0	7.1
Faiz Vergisi	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.9	0.7
Diğer	2.8	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.9	0.0
Servetten Alınan Vergiler	5.0	1.7	0.7	0.6	0.6	0.9	1.0	0.8
Mal ve Hizmetlerden Alınan Vergiler	28.7	30.7	36.0	34.4	30.8	32.5	33.7	35.0
Dış Ticaretten Alınan Vergiler	12.0	13.9	14.3	14.3	11.2	10.5	12.7	10.7

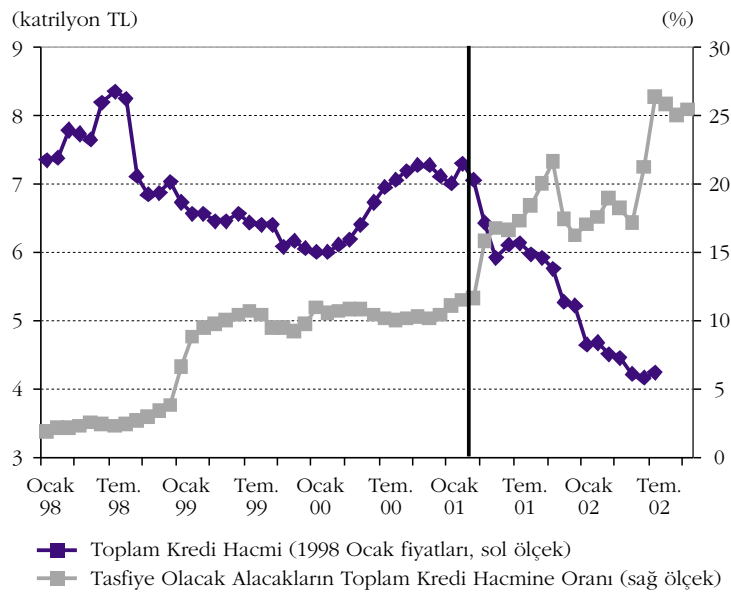
Kaynak: TCMB

5.4. Mali Sektör ve Büyüme

Üçüncü bölümde enflasyon-büyüme ilişkisi analizi sonuçları doğrultusunda yaptığımız politika önermelerine, veri alınan belli koşulların yerine getirilmediği iddiasıyla bazı çekinceler konabilir. Bu koşullardan kanımızca en önemlisi, bankacılık sistemindeki yeniden yapılanmanın finansal aracılık rolünün tam olarak yapılmasına imkan verecek noktaya ulaşp ulaşmadığıdır. 2000-2001 krizlerinde ciddi darbeler alan bankacılık kesimi önemli ölçüde sermaye yitirmiş ve 2002 senesinde bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması kapsamında yeniden sermayelendirme çabalarına hız verilmiştir. Bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması kriz dönemlerinin atlatılıp sürdürülebilir büyüme patikasına geçilmesi açısından son derece önemlidir. Bankacılık sektörünün kredi arzı yaratabilme kapasitesini tekrar hayata geçirmeden, kamunun faiz-dışı bütçe fazlası vermek yoluyla borç yükünü düşürmek konusunda başarılı olması, tek başına büyüme patikasına dönmek için yeterli olmayabilir.

Şekil 12’de de açıkça görüldüğü üzere, mevduat bankalarının toplam kredi hacmi Şubat 2001 krizinin ardından reel olarak ciddi bir daralma yaşamıştır. Şubat 2001’de 1998 fiyatlarıyla reel 7.3 katrilyon TL olan mevduat bankaları kredi hacmi, Temmuz 2002 itibarıyla % 43 daralmış ve 4.25 katrilyon TL’ye düşmüştür. Bu daralma süreci hali hazırda devam etmektedir.

Şekil 12. Mevduat Bankaları Reel Kredi Hacmi ve Geri Dönüşü Olmayan Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı



Kaynak: TCMB

Finansal krizler ertesinde devletin özel bankacılık sisteminin yeniden sermayelendirilmesine katkıda bulunması, bir başka ifadeyle özel bankacılık kesiminin devletten gelecek bu tür bir ek sermaye yardımına mecbur kalması, diğer ülkelerde de sık rastlanan bir olgudur. Burada en önemli husus, büyümeye geçiş aşamasında bankacılık sisteminde yapılan yeniden yapılandırmanın kısmi olması, ve özellikle geri dönüşü olmayan kredilerin şeffaflığı önde tutan bir yaklaşımla tespit edilip, silinmemiş (write-off) olmasının önemli sorunlar doğurabileceğidir. 1994 sonu Meksika krizi örneği bu konuda son derece aydınlatıcı bir deneyim olarak önümüze çıkmaktadır.

Bankacılık sektöründe kredi hacmindeki daralmanın sürmesinin ardında, geri dönüşü olmayan (tasfiye sürecindeki) kredilerin toplam krediler içindeki payının hızla artması yatmaktadır. Şubat 2001’de % 11.5 olan bu oran, Aralık 2001’de % 16 olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun (BDDK) 2002’nin ilk yarısında gerçekleştirdiği denetlemeler sonucunda, tasfiye sürecindeki alacakların toplam krediler içindeki payı % 26’ya yükselmiştir.

Geri dönüşü olmayan krediler sorununu kalıcı bir şekilde çözmeden büyüme sürecine girmek çok zor gözükmektedir. Bu sorunun ekonomideki büyümeyle beraber kendiliğinden hal yoluna gireceği yolundaki beklentinin gerçekçi olmadığı Meksika örneğinde görülmüştür. Meksika’nın kriz dinamikleri doğal olarak Türkiye’den farklılıklar içerse de, krizden çıkışta uyguladığı reçete Türkiye’nin günümüzde uyguladığı programla önemli paralellikler göstermektedir; yüklü bir dış yardım paketi, yapısal reformlara verilen ağırlık, dalgalı döviz kuru rejimi ve bankacılık ve finans kesiminin güçlendirilmesi amaçlı bir yeniden yapılandırma programı.

Meksika’da özellikle krizin patlak verdiği 1994 Aralık ayı sonunda, ekonomi yönetiminin pesoyu desteklemekten vazgeçip dalgalı döviz kuruna yönelmesinin bankacılık sistemi üzerinde yarattığı tahribat, Türkiye örneği ile büyük benzerlikler taşımaktadır. Dalgalı kur rejimine geçişle birlikte peso çok hızlı değer kaybetmiş, ve pesodaki değer kaybı şirketlerin bilançolarını olumsuz etkilemiştir. Bu etkinin bir sonucu olarak bankacılık kesiminde geri dönüşü olmayan kredilerde büyük artış yaşanmış, hem peso hem de yabancı para bazlı kredi hesaplarında önemli varlık (asset) kalitesi problemleri ortaya çıkmıştır. Faiz oranlarındaki artışlar geriye dönüşleri büyük ölçüde zorlaştırırken, bankalar geri dönemez hale gelen bazı kredileri geri dönüşü olmayan sınıfına dahil edip, karşılık ayırma yoluna gitmemişlerdir. Bunun yerine, zaten hızlı bir şekilde gerçekleşen sermayelerindeki erimeyi daha da hızlandırmamak için, bu kredileri ya yeniden yapılandırma ya da faiz gelirlerinden

feragat etme yolunu seçmişlerdir. Buna rağmen % 8'lik sermaye oranının altına inme, hatta eksi oranlara geçiş, bazı bankalar için kaçınılmaz olmuştur.

Meksika örneğinde yeniden sermayelendirme programı, bankaların geri dönüşü olmayan krediler portföyünün bir kısmının devlete transfer edilmesi ve karşılığında bankalara 10 yıl vadeli likit olmayan düşük faizli kağıtlar verilmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Bankalar, devredilen kredilerin faiz ödemelerini takip etmekle ve geri döner hale getirmeye çalışmakla yükümlü olmaya devam etmiş, verilen devlet kağıtlarının yukarıda belirtilen niteliği özellikle bu konuda bir teşvik unsuru olmak üzere tasarlanmıştır.

Meksika deneyiminin en çarpıcı ve Türkiye açısından en önemli noktası büyüme hızında 1995-97 döneminde çok olumlu gelişmeler olmasına karşın (sırasıyla - % 6.22, % 5.17 ve % 7.01) bankacılık sisteminde geri dönüşü olmayan krediler probleminin artarak devam etmesidir (Tablo 10). Dolayısıyla, kriz dönemlerinde bankacılık sistemindeki varlık kalitesi sorununun artan büyüme hızıyla yok olacağı savına karşı Meksika örneği önemli bir ampirik bulgu içermektedir. Bunun en önemli nedeni olarak faiz yükümlülükleriyle beraber yeniden döndürülen ana para dahil miktarın hızlanarak artması, faiz farkına karşılık gelen miktarın her dönem yeniden sermayelendirilmesi ve bankaların yeni kredi açabilme olanaklarının bu ortamda sürekli daralması gösterilmektedir (Krueger ve Tornell, 1999). *De facto* geri dönüşü olmayan kredi niteliğindeki bu hesapların (evergreen accounts) bir kısmının her dönem iflaslar sonucu batık hale gelmesi ve net kredi hacminin düşüyor olması, sistemdeki geri dönüşü olmayan kredi oranının zaman içinde azalması yerine artmasına neden olmuştur.

Tablo 10. Meksika - Geri Dönüşü Olmayan Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı (1994-1997, yıllık ortalama)

	1994	1995	1996	1997
Ortalama	8.7	16.4	21.4	29.8
Firmalar	--	18.5	21.9	27.0
Hanehalkları	--	12.0	18.3	38.0
Tüketim	--	25.2	34.2	28.3
Kredi kartları	--	19.5	23.0	19.1
Dayanıklı tüketim malları	--	44.2	67.1	55.6
Konut Kredileri	--	7.9	12.2	42.0
Banka dışı aracı kurumlar	--	10.7	28.9	49.4

Kaynak: Krueger ve Tornell (1999)

Bu tür bir gelişmenin bankacılık sisteminin işleyişine ciddi darbe vurması, sistemin büyümeye öncülük edecek kaynak aktarımına aracılık edememesi sonucunu doğuracaktır. Meksika, yüksek büyüme performansını ihracata yönelik ve döviz geliri yaratabilme kapasitesine sahip sektörlerin yurt dışından ucuz finansman kaynağı bulabilmesine borçludur; ticarete tabi olmayan mallar üreten sektörler ciddi bir kredi bulma sorunuyla karşı karşıya kalmış ve büyüme bu sektörler pahasına gerçekleştirilmiştir.

Meksika örneğinden Türkiye için çıkarılacak en önemli ders, bankaların bilançolarında yapılacak temizliğin kısmi olmasının ya da geciktirilmesinin ciddi sorunlar yaratabileceğidir. Meksika örneğinde de görüldüğü gibi, bir an önce ve kararlı bir tavır alınmadığında rehabilitasyon için üstlenilmesi gereken mali yük ciddi artışlar göstermektedir. Banco de Mexico verilerine göre bankacılık sektöründeki yeniden yapılandırma programının hükümete maliyetinin GSMH'ya oran olarak değeri 1995'te 5.5, 1996'da 8.4 iken 1998'de 16.2 düzeyine sıçramıştır (Krueger ve Tornell, 1999).

Türkiye'ye gelince, bu konuda 2002 senesindeki bankacılık yeniden yapılandırma operasyonu ile önemli bir mesafe alındığını iddia etmek mümkündür. Bankaların denetiminin Hazine'den BDDK'ya devri ve BDDK'nın sektör üzerinde oldukça taviz vermez bir tavırla uyguladığı denetim sonunda bankacılık sektörü çok daha fazla şeffaf ve zaafları görülebilir bir duruma gelmiştir. Bankacılık sektörünün sorunlarını çözmek için atılacak ilk adımların sorunların açık bir şekilde teşhisi olduğu aşikardır. BDDK bankalar hakkındaki ayrıntılı veri bankası sayesinde aslında reel sektöre dair de son derece önemli bir bilgi bankasına sahiptir. Bu veri bankasının reel sektörün borçlarının yeniden yapılandırmasında son derece önemli bir rol oynaması gerekir.

2002 senesinde yapılan üç aşamalı denetim sonunda bankaların sorunlu kredileri sağlıklı olarak tesbit edilebilmiş ve bankaların sermaye yeterlilikleri kanımızca gerçek değerlerine çok yakın olarak hesaplanabilmiştir. Süreçte uygulanan kriterler sorgulanabilir olmakla beraber (gayri nakdi sermaye (second-tier capital), yoluyla sağlanan yeterliliğe çok fazla esneklik gösterilmesi, yeniden değerlendirme kriterleri vs.), sürecin sonuçlarının kredibilitesinin son derece yüksek olduğu ve sektörün yapısının doğru algılanmasına önemli bir hizmette bulunduğu açıktır. Yurtiçi ve yurtdışı yatırımcıların sektörü ve ülkeyi değerlendirirken şeffaflık ve gerçeği yansıtır derecesine verdikleri önemi düşündüğümüzde alınan mesafenin önemi ortaya çıkmaktadır.

BDDK'nın 2002 denetimi sonrasında halen sistemde devre dışı kalmamış bazı risklerin olduğunu teslim etmek gerekmektedir. Bankacılık sisteminde sorunlu krediler probleminin ciddi şekilde ortadan kalktığını iddia etmek mümkün değildir; problemin çok daha ciddi şekilde kayıtlara geçmiş olması ortadan kalktığı anlamına gelmemektedir. Denetim öncesi ve sonrası ortaya çıkan rakamlar, sistemdeki sorunlu kredilerin aslında çok önemli boyutlarda olduğunu ve bankalar tarafından bu krediler karşılığı olarak ayrılan kaynakların yetersiz kaldığını göstermektedir. Takipteki (ya da geri dönüşü olmayan) krediler denetim sonra 2.3 katrilyon TL'den 7.8 katrilyon TL'ye artarken, Tablo 11'de gösterdiğimiz gibi denetim sonrası takipteki kredilerin toplam içindeki payı % 25'e çıkmıştır. Ancak, yine denetimler sonucunda sektörün takipteki krediler için ayırdığı karşılıklar da yaklaşık 1.5 katrilyon TL kadar artmıştır. Ancak bütün bu yapılanlara rağmen hala sektörün net takipteki kredileri toplam kredilerin % 22.5'ine eşittir. Bu azımsanamayacak bir orandır.

Tablo 11. Denetim Öncesi ve Sonrası Bankacılık Sektörünün Takipteki Kredileri ve Ayrılan Karşılıklar (trilyon TL)

	Denetim Öncesi	Denetim Sonrası
Krediler	29,182	24,032
Takipteki Krediler	2,334	7,821
Provizyonlar	1,088	2,583
Takipteki Krediler (Net)	1,246	5,238
TK Oranı (*)	7%	25%

(*) **TK Oranı** =TK (Brüt) / TK (Brüt)+Krediler. Bu tablodaki rakamlar 25 bankanın enflasyona göre ayarlanmış bilançolarına dayanarak hazırlanmıştır.

Kaynak: BDDK

Ödenememe dönemi uzadıkça giderek artan oranlarda karşılık ayırmak zorunda kalabilecek olan bankacılık sistemi, İcra İflas Kanunu'nda kendisini rahatlatacak olan değişikliklerin yapılması da geciktikçe, tekrar sermaye yeterlilik oranı problemi ile karşı karşıya kalacaktır. Banka hissedarlarının gerekli sermaye artışını yapma olanağından yoksun olduğunu varsaydığımızda, sermaye yeterlilik rasyosunun tutturulabilmesi için tek seçenek kredi sunumunu azaltmak olacaktır. Bunun da şirketler kesimini daha da zor durumda bırakacağı aşîkardır.

Ersel ve Tarhan (2001) bankaların aktifleri içinde kredilerinin payının artmasının sermaye/aktif oranlarının artmasına bağlı olduğunu göstermektedirler. Bu çıkarım, yukarıda belirttiğimiz tehlikenin maddi temellerinin istatistiksel olarak mevcut

olduğuna işaret etmektedir. Meksika örneğinde sorunu maliyeti bir kerede üstlenerek göğüslememiş olmanın yarattığı mali yük zaman içinde ciddi şekilde artmıştır. Sorunlu kredilerin likit olmayan kamu kağıtlarıyla takas işleminden sorumlu FO-BAPROA'daki tüm kredilerin batık hale geldiği ancak bankacılık sektörü yeniden yapılandırma paketi devreye girdikten tam üç sene sonra 1998'de hükümet tarafından kabul edilmiştir. Bankacılık sektörünü kurtarma paketinin GSYİH cinsinden mali yükünün 1995'te % 5.5'ten 1998'de % 16.2'ye çıktığı Banco de Mexico verilerinde görölmektedir (Krueger ve Tornell, 1999).

Zayıf bir bankacılık sektörünün zayıf bir paraya karşılık geldiğinin artık yaygın kabul gördüğü Türkiye'de büyüme açısından da böyle bir sistemin ciddi tehlikeler içerebildiğinin anlaşılması son derece önemlidir. Dezenflasyondaki başarı tek başına ortalama büyüme oranlarında sıçramalar getirebilmek durumunda değildir; büyüme için gerekli kaynakları şirketler kesimine aktaracak olan bankacılık kesiminin bunu yapabilecek sermaye gücüne sahip olması elzemdir. Türkiye'de bankacılık sistemindeki denetleyici ve düzenleyici güç konumundaki BDDK'nın gerekli sermaye yeterliliğini vurgulaması ve bu konuda ısrarcı olması son derece doğrudur. Öte yandan, iktisat politikası kararlarını alan yetkililer daha hızlı büyüme oranlarının bir an önce tutturulmasını isteyeceklerdir. Ancak kredi hacmini genişletmek suretiyle bu süreçte çok önemli rol oynaması beklenen bankacılık kesimi sorunlu krediler probleminin sürdüğü bir ortamda tam tersini yapıp, denetleyici kurulun kriterlerine uymak için kredi arzını daraltmak durumunda kalabilecektir.

İktisat politikaları açısından karar alıcı durumunda olan kamu yetkilileri, denetleyici ve düzenleyici kurum konumundaki BDDK ve bankacılık kesiminin çıkarlarının örtüşmesi hiç de kolay olmayan bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır. Bankacılık sisteminin kendi haline bırakıldığında alacağı kararların reel sektör için yaratacağı sakıncaların ortadan kaldırılması, kamunun devreye girmesi ve bankalar kesimi için ahlaki tehlike (moral hazard) yaratmayan ve yeterli bir teşvik mekanizması içeren çözümler üretmesinden geçmektedir. Krueger ve Tornell'in (1999) de vurguladıkları gibi yeni kredi arzının artması ancak sorunlu krediler probleminin kesin çözümünün devreye girebilmesiyle mümkün olacaktır, dolayısıyla bankacılık sisteminin reel sektör için yarattığı dışsal maliyetin çözümü büyüme sürecinin önünü kesen en önemli engelin bertaraf edilmesi olacaktır.

Bu açıdan bakıldığında İstanbul yaklaşımı çerçevesinde hala bir türlü işlerlik kazandırılmayan varlık yönetim şirketi konusunda çok daha hızlı hareket edilmesi

gerektiği ortaya çıkmaktadır. Batık kredi yükünün % 70'ine yakın bir kısmından sorumlu olan bir kaç yüz büyük şirketin bazılarıyla bankalar arasındaki borç yeniden yapılandırma çalışmaları başlamıştır ve bu kulvardaki çalışmaların daha kolay sürdürülmesi mümkündür. Ancak asıl sorun, batık kredilerin % 30'undan sorumlu olan binlerce küçük ve orta ölçekli şirket ile bankalar arasındaki yeniden yapılandırma görüşmelerinin neredeyse imkansız olmasıdır. Bu yüzden, varlık yönetim şirketinin bir an önce hayata geçirilip batık kredilerin bankacılık sektörü üzerindeki yükünü hafifletmesi gerekmektedir.

Hiçbir ülkenin kriz ya da istikrar programı tecrübesi bir diğeriyle birebir örtüşmese de, Meksika deneyiminin benzer deneyimlerden geçen ülkeler için önemli bazı dersler içerdiği aşıkardır. Bu derslerin ilki krizlerden çabuk kurtulmanın mümkün olabildiği, ki bunun her ülke için geçerli bir sav olduğunu kabul edebilmemiz mümkün değildir. Meksika'nın krizden son derece çabuk sıyrılabilmesinin ardında ticarete tabi mallar üreten sektörlerin kriz sonrası son derece yüksek büyüme hızları tutturmaları yatmaktadır.

Çıkarılacak ikinci önemli ders ise, bankacılık sisteminin bir an önce şeffaf yöntemlerle batık kredilerinden tamamıyla kurtarılacak şekilde yeniden yapılandırılmasının ekonominin sürdürülebilir büyüme patikasına oturabilmesi için bir zorunluluk olmasıdır. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasının mali yükünün vakit geçirilmeden en azda tutularak üstlenilmesi en doğru tavır olacaktır.

Meksika deneyiminden alınacak diğeri bir ders ise kurumsal düzenlemelerin son derece önemli olduğudur. Regülasyonun sıkı ve sistemdeki şeffaflığın yüksek olması, sermaye yeterliliğinin sağlanmasında uygulanabilir bir teşvik sisteminin devrede olması, krizlerden çıkışlarda bankacılık sektörünün büyümenin enstrümanlarından biri olmasını mümkün kılmakta, aksi durum ise sektörü büyümeye köstek olan bir konuma itmektedir.

Problemin akutlaşmaması ekonomideki büyüme sürecinin satış ve gelirlere yansması ile sağlanabilecektir, aksi takdirde sorunlu krediler için ayrılan karşılık oranlarının artması bile sorunu daha da ağırlaştırabilecektir. Talep tarafından desteklenmeyen ve ihracat ve stok artışı ile sınırlı kalan bir büyümenin sürdürülemez olacağı açıktır. Böyle bir ortamda bankaların sermaye yapıları gittikçe bozulabileceği gibi yeni varlık yaratmakta son derece gönülsüz olabileceklerdir. Karlılık problemi de bankaların devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) piyasasındaki ağırlıklarının azalma-

sını önleyecek, devlet kağıdından kredilere geçiş sürecini sekteye uğratacaktır. Bu süreç bize aynı zamanda kamunun borçlanma gereğinin azaltılmasının ne denli önemli olduğunu bir kez daha hatırlatmaktadır. Bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin artmadığı bir ortamda kredilerdeki artış ancak varlık tarafında DİBS'lerden krediye kayma sonucu oluşabilecektir, ki bunun da mevcut ve öngörülebilir reel faizlerde gerçekleşmesi son derece zordur. Dolayısıyla kayıt dışı varlıkların sisteme girmesi ve kamunun borçlanma gereğini mümkün olan en yüksek hızda düşürmeye çalışması son derece önemlidir.

Ancak bizce bu derslerin arasında en önemlisi, ekonomi bürokrasisi ve siyasi iktidarın çeşitli toplumsal ve kişisel çıkar çevrelerinden gelecek baskılar karşısında ekonomik reform paketini hiçbir taviz vermeden uygulamasıdır.

B Ö L Ü M

YÜKSEK ENFLASYONUN EKONOMİ POLİTİK ANALİZİ

6. YÜKSEK ENFLASYONUN EKONOMİ POLİTİK ANALİZİ

Bölüm 4'te, enflasyonun kontrol altına alınmasıyla birlikte uzun vadeli büyüme oranında yıllık %2.8'e varan artış sağlamanın mümkün olduğu gösterildi. Bölüm 5'te ise 2003 yılında enflasyonla mücadelenin öngörüldüğü şekilde yürütmesi için alınması gereken önlemlere değinildi. Raporun bu bölümünde ise enflasyona karşı kazanılacak başarının kalıcı olabilmesi için olması gereken ekonomi politik çerçeveyi ele alacağız. Yılmaz (2001)'den yararlanarak hazırlanan bu bölümde yapılan ekonomi-politik analizin sonucuna göre enflasyonun kalıcı bir şekilde kontrol altına alınması, ancak 2001 ekonomik programıyla başlayan ekonomik konsolidasyonun siyasi ve kurumsal konsolidasyon ile tamamlanması ile mümkün olabilecektir. Bölüm içinde geliştirilen temel sav, bölüm sonunda ele alınan 1987'den günümüze yapılan 5 genel seçimdeki oy dağılımlarıyla ilgili gözlemlerle desteklenmeye çalışılmıştır.

Türkiye'de, aradan geçen 20 yıldan fazla süreye rağmen neden hala enflasyonun kontrol altına alınamamış olması ve ülkenin istikrarlı bir büyüme potansiyelini yakalayamamış olması ciddi bir tartışma konusudur. Uzun vadede topluma önemli kazanımlar sağlayacağı herkes tarafından kabul edilmesine rağmen, Arjantin ve Brezilya gibi on yıldan fazla yüksek enflasyonla ve hatta hiperenflasyonla yaşamış ülkelerin başarıyla uyguladığı bir istikrar programı bugüne kadar ülkemizde uygulanmamıştır. Bugüne kadar uygulanan istikrar programlarında istenilen başarının neden sağlanamadığı doğru analiz edilmeden aynı başarısızlıkların ileride tekrarlanmasının önüne geçilemez.

6.1. Teorik Çerçeve: Yıpratma Savaşı

Neoklasik ekonomi-politik literatüre önemli katkılar yapmış olan iktisatçı Alberto Alesina'nın stabilizasyon sürecindeki temel toplumsal ve siyasi dinamikleri açıklamak amacını güden şu tespiti Türkiye için de önemli ipuçları vermektedir: *"Siyasal ve kurumsal güdüler (incentives) ve tahditler doğru bir şekilde ekonomik analizin içine dabil edildiği zaman, ilk bakışta başarısız olarak görülen politikaların aslında çarpık ve eksik politik güdülere verilen rasyonel tepkiler olduğu görülecektir. Ekonomi-politik yaklaşım bu başarısızlıkların neden art arda tekrarlandığını açıklamaya çalışır. Bu yanlışlara yol açan kurumsal özellikler anlaşılmadan yanlışların düzeltilemeyeceğini öne sürer"* Alberto Alesina, "Kaufman ve Stallings (1991) Üzerine Yorum".

Alesina'dan yaptığımız alıntıdan da anlaşılabilceği üzere, ülkemizde enflasyonun son yirmi yıldır bir türlü kontrol altına alınamamış olmasının ardında yanlış politikalar ya da başarısızlıklar yerine, toplumsal ve kurumsal yapıdaki eksiklikleri aramamız gerekmektedir. Yıllarca yüksek enflasyonla yaşadıktan sonra, enflasyonu kontrol altına almayı başarmış İsrail, Arjantin ve Brezilya gibi ülkelerin deneyimleri de bu yaklaşımı doğrulamaktadır. Bu ülkelerin gecikmiş "başarılarında" siyasi kurumların ve toplumsal dengelerin etkisi yadsınamaz.¹⁷ İşte bu yüzden, ülkemizde enflasyonu kontrol altına almak konusunda tekrar tekrar yaşanan "başarısızlıkları", yukarıda saydığımız ülkelerin bu alanda kaydettikleri "başarılarla" birlikte değerlendirmek gerekmektedir.

Alesina ve Drazen (1991) tarafından ortaya atılan yıpratma savaşı (war of attrition) modeli, çeşitli ülkelerdeki enflasyon ve gecikmiş stabilizasyon dönemlerini açıklamak için ekonomi-politik yaklaşımı temel alan teorik savlar arasında en çok kabul görenidir. Oyun teorisine (game theory) dayanan yıpratma savaşı modeline göre, yüksek enflasyon toplumdaki bütün grupları olumsuz yönde etkilediği için, enflasyonun kontrol altına alınması herkesin yararına olacaktır. Ancak, enflasyonun kontrol altına alınmasının bir de maliyeti vardır. Kamu harcamalarının kısılması ya da kamu gelirlerini arttırmak amacıyla vergilerin arttırılması gibi önlemlerin, toplumun değişik kesimlerini etkilemesi beklenir.

Enflasyonla mücadelenin getirdiği maliyetin toplumsal gruplar arasında paylaşımı yıpratma savaşının ortaya çıkmasına yol açar. Kendi çıkarını düşünen rasyonel bireyler ve bu bireylerin dahil oldukları toplumsal gruplar, enflasyonla mücadelenin maliyetine katlanmak istemezler. Örneğin, mali sektör ve yatırımcılar üzerlerindeki vergi yükünün arttırılmasını istemez. Kamu çalışanları da, harcamaların kısılması için reel ücretlerin düşürülmesini istemez. Her grup enflasyonla mücadelenin yükünü diğer grup ya da grupların üstlenmesini tercih eder. Rasyonel olan kişi ya da gruplar kendiliğinden bu yükü taşımak misyonunu üstlenmeyecekleri için, toplumsal gruplar arasında bir yıpratma savaşı başlar.¹⁸ Bu yıpratma savaşında, kim daha önce havlu atarsa stabilizasyonun faturası o gruba çıkacaktır. Daha uzun süre bekleyebilen gruplar bu işten karlı çıkacaklardır. Külfetine katlanmadan enflasyonun kontrol alınmasıyla enflasyonun refah düzeyleri üzerinde yarattığı maliyetlerden kurtulmuş olacaklardır.

(17) Stabilizasyon ve yapısal uyum politikalarına ekonomi-politik yaklaşımı bir araya toplayan önemli bir kitap Dornbusch ve Edwards (1991)'dir. Bu konudaki diğer bir çalışma da, Michael Bruno'nun İsrail'in 1985 stabilizasyon deneyimlerini incelediği ve Türkçe'ye de çevrilmiş olan kitabıdır. (Bakınız, Bruno 1994).

(18) Alesina ve Drazen (1991) modeli basit tutmak amacıyla iki toplumsal grubun var olduğunu varsaymışlardır. Ancak bu sonuçlar daha fazla sayıda toplumsal grup için de geçerlidir.

Yıpratma savaşının dinamiğini, toplumsal grupların yapmakta oldukları maliyet ve getiri hesapları belirlemektedir. Havlu atmayı geciktirip bir gün daha enflasyonla yaşamamanın maliyeti bellidir. Yüksek enflasyon bütün kişilerin refah düzeyinde bir azalmaya yol açmaktadır. Öte yandan, heterojen gruplardan oluşan bir toplumda, havlu atmayı bir gün daha geciktirmenin getirisini ise tam olarak kestirmek mümkün değildir. O bir günlük süre içinde, diğer grubun daha fazla bekleyemeyip yenilgiyi ve istikrar önlemlerinin bütün maliyetlerine katlanmayı kabullenmesiyle enflasyon kontrol altına alınacaktır. Böylece, havlu atmayı bir gün daha geciktirmek suretiyle grup, herhangi bir özveride bulunmadan refah düzeyini arttırmış olacaktır. Ancak, geçecek olan bir günlük süre içinde diğer grubun yenilgiyi kabullenme ihtimali de vardır. Bu durumda, iki taraf da bir gün daha yüksek enflasyonun getirdiği refah kayıplarına katlanmak durumunda kalacaklardır. Bu yüzden burada üzerinde durulan kesinleşmiş değil, sadece beklenen getiridir. Beklenen getiri, karşı tarafın havlu atması durumunda meydana gelecek refah düzeyindeki artış ile karşı tarafın o bir günlük süre içinde havlu atma olasılığı çarpılarak bulunur.

Bir gün daha yüksek enflasyonla yaşamamanın maliyeti yenilgiyi kabullenmeyi bir gün daha geciktirmenin beklenen getirisinden az olduğu sürece gruplar havlu atmaya yanaşmayacaktır. Toplumsal grupların dayanışma içine girmeyi reddedip, gerekli özveriyi göstermemeleri yüzünden enflasyonun kontrol altına alınması geciktirilir. Gruplardan biri için bir gün daha enflasyonla yaşamamanın maliyeti o bir günlük gecikmenin beklenen getirisinden fazla olduğu zaman, o grup yenilgiyi, yani stabilizasyonun maliyetine katlanmayı kabullenir ve bütçe açıklarının kapatılması yoluyla enflasyon kontrol altına alınır.

Bu modelde grupları birbirinden ayıran temel özellik, enflasyonun bu gruplar üzerinde yarattığı olumsuz etkinin şiddetidir. Örneğin, enflasyonun sabit gelirliler üzerindeki olumsuz etkisi, gelirlerini enflasyona endeksleyebilen tasarruf sahipleri üzerindeki etkisinden daha fazladır. Bu durumda, sabit gelirlilerin daha önce yenilgiyi kabullenip stabilizasyonun faturasını ödemeyi kabullenmeleri beklenir. Bu modelden çıkan önemli bir sonuç, bir ülkede endekslemenin (fiyatların bir önceki ay ya da yıl gerçekleşen enflasyon oranında arttırılmasının) yaygın olarak kullanılması, stabilizasyonun daha da gecikmesine yol açacaktır. Endeksleme, enflasyonun toplumun bütün kesimleri üzerindeki olumsuz etkisini azalttığı ölçüde, toplumsal grupların yenilgiyi kabullenmeden daha da uzun bir süre beklemelerini sağlayacaktır.

Alesina-Drazen modelini Türkiye'ye uygulamaya kalktığımızda, enflasyondan en çok etkilenen kesim olan sabit gelirlilerin daha önce havlu atması ve stabilizas-

yonun maliyetini kabullenmesi beklenir. 1994 krizi sonrasında olan da budur. 12 Eylül sonrası dönemde ciddi boyutlarda reel gelir kaybına uğrayan işçiler 1988-1993 yılları arasındaki yoğun siyasi rekabet döneminde ücretlerini 12 Eylül öncesindeki seviyesine çıkarmayı başarmışlardı. Ücretlerdeki bu iyileşme bütçe açıklarındaki artışın nedenlerinden sadece biri olmasına rağmen, 5 Nisan kararlarıyla 1994 krizinin faturası sabit gelirlilere çıkarılmıştır. İşçi, memur ve emekliler hızla artan fiyatlar karşısında ücret ve maaşlarında enflasyon oranına paralel bir artış sağlayamamış ve 1994 ve 1995 yıllarında reel ücretlerin %30 oranında erimesine seyirci kalmışlardır. Bu açıdan, Alesina-Drazen modeli doğruluk payı taşımaktadır.

Alesina-Drazen modelinin bizim için asıl önem taşıyan kısmı ise sabit gelirlilerin faturayı ödemeyi kabullenmelerinden sonra enflasyonun kontrol altına alınacağı yönündeki öngörüsüdür. 5 Nisan kararlarından sonra reel ücretlerdeki ciddi düşüşe rağmen bu öngörü gerçekleşmemiştir. Reel ücretlerdeki düşüş devalüasyon sonrasında maliyetlerinde ciddi artışla karşı karşıya kalan şirketlerin bu maliyet artışlarını bir nebze olsun kontrol altına almasını mümkün kılmıştır. Böylece, iki yıllık bir dönemde reel ücretlerde meydana gelen %30'luk düşüş sayesinde enflasyon 1994 yılında ulaştığı % 140 seviyesinden 1995 yılında % 80-90'lar seviyesine çekilebilmiştir. Ancak, sabit gelirlilerin katlandığı bütün sıkıntılar ve özveriler enflasyonun tamamen kontrol altına alınmasını sağlayamamıştır.

Türkiye benzeri bir senaryoyu 1980 sonrasında yaşamıştı. İkinci bölümde kısaca değindiğimiz gibi, 24 Ocak kararlarıyla birlikte % 30 oranında düşen ve 12 Eylül askeri rejiminin ardından 1985'e kadar geçen beş yıl boyunca %25 daha düşüş kaydeden reel ücretlere rağmen, 1980'li yıllarda da Türkiye enflasyonu kontrol altına almayı başaramamıştı.

Bu haliyle Alesina-Drazen modelinin Türkiye'deki enflasyonun hala neden kontrol altına alınmamış olmasını açıklamakta yetersiz kaldığı ortadadır. Ancak bu durum, enflasyonla savaşta yaşanan "başarısızlığın" temelinde ekonomi-politik dinamiklerin yattığı fikrinin yanlış olduğu anlamına gelmez. Bizce Alesina-Drazen modelinin Türkiye özelindeki yetersizliği, siyasi ve toplumsal aktörlerin tanımındadır. Alesina-Drazen modelinde, uygulanacak politikalarla ilgili kararı kendi çıkarlarını düşünen toplumsal sınıflar alır. Bu modelde, siyasi elitler tamamen pasif bir roledir. Onlar, ya çeşitli toplumsal sınıfların temsilcisi ya da sonuçta toplum tarafından kabul edilen politikaları uygulayan pasif bir aktör rolündedirler. Bu yaklaşım Türkiye özelinde gerçeklerle örtüşmemektedir.

Çağdaş demokrasilerde, siyasi elitlerin toplumun geri kalan kesiminden farklı çıkarları olan bir toplumsal sınıf haline gelme potansiyeli göz ardı edilemez. Varoluş nedenlerini toplumun çeşitli kesimlerini ülke yönetiminde temsil etmek olarak özetleyebileceğimiz siyasi elitler, kurumsal ve toplumsal norm ve tahditlerin izin verdiği ölçüde kendisi için bir sınıfa dönüşebilir. Katılımcı demokrasinin temeli olan çağdaş siyasi partiler ve seçim yasalarına sahip ve mesleki örgütler, sivil toplum örgütleri ve bağımsız yargı gibi toplumsal denetleme mekanizmalarının gelişmiş olduğu ülkelerde, siyasi elitlerin toplum için çalışması sağlanabilir. Temsil ettikleri toplumsal grupların çıkarlarını korumada başarılı olamayan ya da iktidardayken toplumun çoğunluğu tarafından kabul gören politikaları uygulamayan politikacılar, er ya da geç koltuklarını kaybedeceklerdir. Bugün, batı demokrasilerinde toplumsal denetleme mekanizmalarının bu tür bir işlevi yerine getirdiğini söyleyebiliriz. Ancak, çalışır durumda görünen tek toplumsal denetleme mekanizmasının demokratik seçimler olduğu bir ülkede, siyasi elitlerin toplumdan özerk, "kendi başına ve kendisi için" bir çıkar grubuna dönüşmesini engellemek çok zordur.

Daha önce de vurguladığımız gibi, günümüzde enflasyonun ardında yatan temel faktörün kronik bütçe açıkları ve bunun bir sonucu olan kamu borç stoku olduğu konusunda iktisatçılar arasında bir görüş birliği oluşmuştur. İşte bu noktada, bütçe açıklarının ve dolayısıyla enflasyonun kontrol altına alınmasını geciktiren ana unsur olarak siyasi elitlerin üzerinde dikkatle durulmalıdır. Siyasi elitleri toplumun diğer kesimlerinden ayıran en önemli özellik, bu grubu oluşturan bireylerin devletin ekonomik ve siyasi gücüne olan yakınlıklarıdır. Toplumsal denetleme mekanizmalarının işlemediği ülkelerde, siyasi elitlerin devlet kaynaklarına olan bu yakınlıklarını kendi çıkarları için kullanmalarının önünde herhangi bir engel yoktur. Oysa, enflasyonu kontrol altına almak için öncelikli olarak bütçe açıklarının azaltılması ve devletin kaynaklarının kullanımında bir rasyonalizasyona gidilmesi gerekmektedir. Bu hedefin gerçekleştirilmesi ise, toplumun diğer kesimleri kadar ve hatta daha da fazla siyasi elitleri olumsuz yönde etkileyecektir.

Toplumsal yapı ve ekonomik politikalar açısından Türkiye'yle bazı benzerlikler gösteren Arjantin ve Brezilya yapısal reformları uygulamak konusunda isteksiz siyasi elitlere rağmen enflasyonu 1990'lı yılların ilk yarısında kontrol altına almayı başarmıştır. Bu ülkelerin enflasyonu daha hızlı kontrol altına almış olmasının ardında özellikle sabit gelirlilerin enflasyon karşısında reel ücretlerini korumak için kullanabilecekleri genel grev ve uzun süreli grevler gibi toplumsal baskı yöntemlerinin olması yatmaktadır. Bu ülkelerde o dönemde art arda gelen enflasyonla mücadele

programlarının en önemli eksiği bütçe açıklarının kontrol altına alınması için ciddi bir çaba gösterilmemiş olmasıydı. Hal böyle olunca, sadece ücretleri ve fiyatları kontrol etmekten ibaret olan heterodoks önlemlerle enflasyonla mücadelede yeltenen hükümetler karşısında sendikalar, grev ve genel grev gücünü iyi kullanmış ve her defasında programın ilanından 6 ay gibi bir süre geçmeden reel ücretleri enflasyona karşı korumak amacıyla grev ve genel grev haklarını kullanma yoluna gitmişlerdir.

Bu eylemler sonucunda enflasyon karşısında artan ücretler üretim maliyetlerinin artmasına neden olmuş, şirketler bu artışları fiyatlara yansıttınca da enflasyon daha hızlı artmıştır. Böylece, Türkiye’de ortaya çıkmayan enflasyon-ücret artışı sarmalı bu ülkelerde enflasyonun hızla artmasına ve hiperenflasyona yol açmıştır. Hiperenflasyonun maliyeti, siyasi elitler dahil bütün toplumsal kesimler için oldukça yüksektir. Vergi gelirlerinin hızla eridiği bir ortamda hiçbir hükümet çalışamaz. Arjantin ve Brezilya için de böyle olmuştur. Hiperenflasyonu yaşamamak için siyasi elitler de çok ciddi çaba göstermişler ve enflasyon 1990’ların ilk yarısında kontrol altına alınmıştır.

Türkiye’de sendikaların reel ücretlerdeki düşüşün önüne geçmek için grev ve genel grev gibi etkinlikleri kullanmış olmaları durumunda ne olabileceğini kendimize sorabiliriz. Böyle bir durumda reel ücretler aşağıya doğru esnek olmayacaktı ve bunun sonucunda 1994 krizi sonrasındaki enflasyon dinamikleri çok farklı olabilirdi. Reel ücretlerin fazla bir erozyona uğramadan kalması ancak ücretlerin enflasyona yakın bir oranda artmasıyla mümkündür. Ücretlerdeki artış şirketlerin maliyetlerinin daha da hızlı artmasına, şirketlerin bu artışları fiyatlarına yansıtmasıyla da daha yüksek enflasyon oranlarına yol açabilirdi. Böylece fiyat-ücret artışları sarmalı başlayacak ve bu süreç hiperenflasyona kadar gidebilecekti. Ancak böyle bir durumda, siyasi elitler Türkiye’de enflasyonun kontrol altına alınması için çok daha istekli olacaktı. Oysa, gerek yasal kısıtlar gerekse toplumsal dinamikler, siyasi elitlerin enflasyonun kontrol altına alınması için gerekli yapısal reformları geciktirmesi için uygun zemini hazırlamış ve sonuçta Türkiye uzun yıllar boyunca enflasyonist ortamlara mahkum olmuştur.

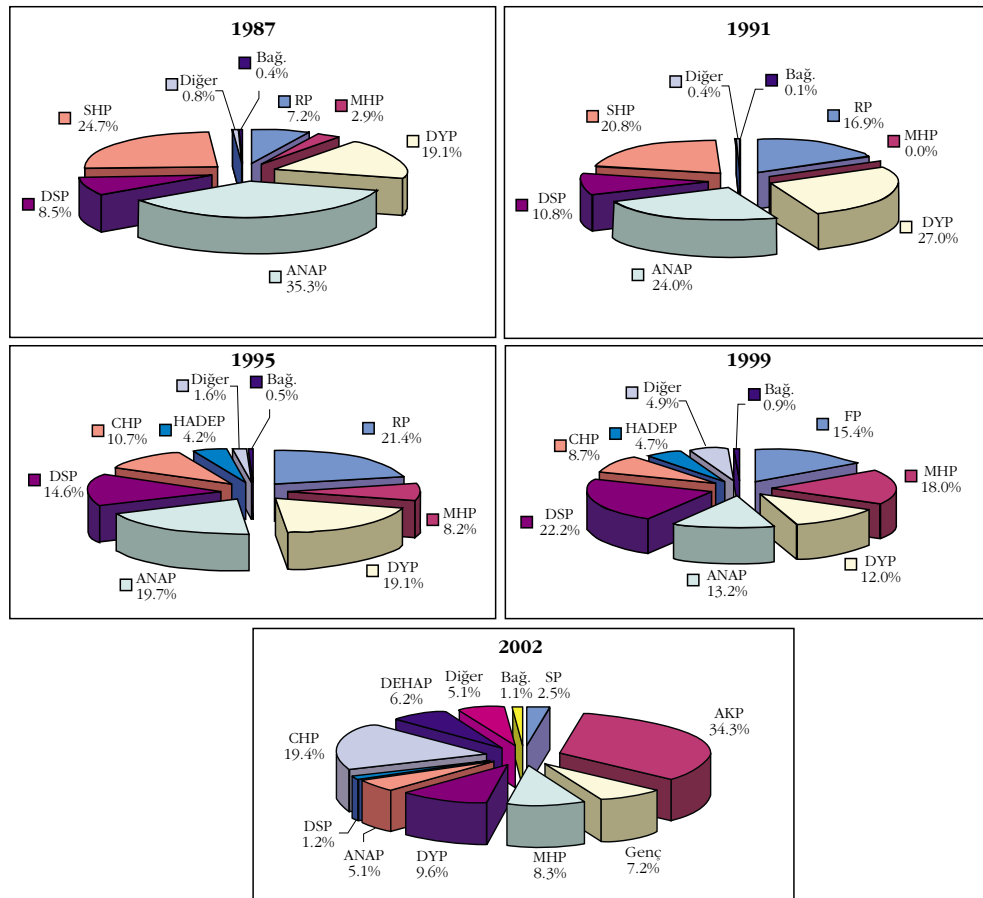
6.2. Türkiye’de siyasi partiler ve enflasyonla mücadele

Türkiye’deki yasal çerçeve ve toplumsal dinamikler, şimdiye kadar, toplumsal bir çıkar grubuna dönüşmüş olan siyasi elitlerin enflasyonla mücadele konusunda ciddi önlemler almasını engellemiştir. Herşeyden önce, enflasyonun kontrol altına

alınması için gerekli olan kamu harcamalarının azaltılması, rasyonelleştirilmesi ve KİT'lerin etkinleştirilmesi ve özelleştirilmesi gibi önlemler, siyasi elitlerin çıkarlarını olumsuz etkileyecektir. Siyasi elitlerin devlet kaynaklarını seçim rüşveti olarak keyfi bir şekilde kullanması ve devlet kaynaklarını oya tahvil etmesi zorlaşacaktır. Devletin kaynaklarını keyfi kullanma imkanını yitiren siyasi parti liderlerinin, bütün başarısızlıklarına rağmen partinin ve ülkenin yönetimini ellerinde tutabilmeleri güçleşecektir. İşte, bu nedenle, şimdiye kadar siyasi elitler popülist politikalara başvurma esnekliğini kaybetmeyi göze alamamışlardır. Bu yüzden, bir yandan ciddi bir stabilizasyon programı uygulamaya konulamamış, diğer yandan siyasi elitler oy kaybetmekten de kurtulamamıştır.

Bu nedenlerden dolayı, son on beş yılın "başarısız" ekonomi politikalarının ardında yatan temel faktörün, siyasi elitlerin kendilerini toplum denetiminden soyutlamasına imkan veren yasal çerçeve olduğunu söyleyebiliriz.

Şekil 13. 1987'den Günümüze Genel Seçimlerdeki Oy Dağılımı



Kaynak: DİE

12 Eylül sonrasındaki dönemde seçmenler oylarını öncelikli olarak merkez partilere vermişler, ve ülke sorunlarına çözümü bu partilerde aramışlardır. Ancak sağ ya da sol merkez partiler iktidarları döneminde halkın sorunlarına çözüm üretmekten uzak bir yönetim anlayışı sergilemişlerdir. Bu partilere egemen olan kadrolar sorunlara çözüm bulmak yerine kendilerinin ve çevrelerinde kümelenmiş grupların çıkarları için çalışmışlardır. Bu arada toplumun çeşitli kesimlerine özellikle seçim öncesi dönemlerde oy toplamak amacıyla bazı ekonomik imkanlar sağlamayı da ihmal etmemelerine rağmen oy oranları giderek düşmüştür. 1987 yılında merkez sağda ve solda yer alan güçlü partilerin oyları zaman içinde azalırken uçlarda yer alan ya da marjinal kalmış olan partiler oylarını zaman içinde arttırmış ve bir noktada iktidar ortağı olma şansını bile yakalamışlardır.

Merkezde ve uçlarda yer alan partilere bugüne kadar halk tarafından iktidar olma şansı tanınmış, ancak bu partilerin yönetiminde söz sahibi olan siyasi elitler halkın gündeminde yer alan enflasyon, işsizlik, yoksulluk gibi sorunlara çözüm aramak yerine, kendilerinin ve yakın çevrelerinde kümelenen çıkar çevrelerinin siyasi ve ekonomik çıkarlarına hizmet için uğraşmayı tercih etmişlerdir. İster Türkiye'deki sivil toplum örgütlerinden ve akademik çevrelerden, ister IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan gelsin, enflasyonu kontrol altına almak ve istikrarlı büyümeyi sağlamak için gerekli olan yapısal reformlarla ilgili baskı ve önerileri ciddiye almamışlardır. Halkın, 1991, 1995 ve 1999 seçimlerinde verdiği mesajlar da ciddiye alınmamıştır. Oy oranları azalmasına rağmen, partileri parlamentoda temsil edildiği sürece lider kadrolar kendilerini başarılı addetmiş ve parti yönetimlerinden ayrılmayı hiçbir zaman düşünmemişlerdir.

Ancak "başarısız" olan partilerin oy oranları sürekli azalırken, bu partiler lider kadrolarını değiştiremediği ve parti içi muhalefete tahammül edilmediği için siyasi partilerin sürekli olarak bir bölünme geçirmesi kaçınılmaz olmuştur. 1987 ve 1991 seçimlerine sırasıyla 7 ve 6 parti girmişken, 1995 ve 1999 seçimlerine 12 ve 21 parti katılmıştır.¹⁹ Şekil 1'de de görülebileceği gibi zaman içinde belli başlı büyük partilerin dışında oy alan küçük partilerin oranı 1991 yılında % 0.4'den 1999 yılında % 4.2'ye çıkmıştır. 3 Kasım seçimlerinde bu oran daha da artarak % 12'nin üzerine çıkmıştır. Ayrıca, 3 Kasım seçimlerinde siyasi parçalanma (fragmentation) had safhaya

(19) Çeşitli partilerin yapmış olduğu seçim işbirliği sonucunda (1991 seçimlerinde MHP Refah Partisi bünyesinde, 1995 seçimlerinde BBP ANAP bünyesinde seçime girmiştir) bazı partiler sıfır değerleri de gerçek potansiyellerinin üzerinde oy almış gibi görünebilir.

ulaşmış ve iki parti dışındakilerin % 10 barajını geçecek oranda oy alamaması sonucunda oyların % 45'i mecliste temsil edilememiştir.

Türk siyasi hayatında her seçimde artan siyasi parti sayısının en önemli nedeni, parti içi demokratik mücadelenin hayata geçirilmesine izin vermeyen siyasi partiler yasasıdır. Bugün yürürlükteki siyasi partiler yasası değişmediği sürece, parti içi demokratik eleme sisteminin çalıştırılması beklenemez. Yukarıda Alberto Alesina'dan yaptığımız alıntıda da açıkça belirtildiği gibi, bireyler ister siyasi ister ekonomik olsun, oynadıkları oyunun kuralına göre hareket ederler. Eğer oyunun kuralları kendi lehlerine çalışıyorsa kuralları olduğu gibi korumayı isterler. Siyasi partiler yasasının bugüne kadar değiştirilmemiş olmasının nedeni, oyunun kurallarının kendi lehlerine çalışacağı beklentisi olmuştur. Bugün gelinen nokta itibarıyla, oyunun kurallarının birçok parti için aleyhte çalışmış olması, bugün bu kuralları değiştirmek konusunda bir istek yaratabilecektir.

Yeni siyasi partiler ve seçim yasalarının kamuoyunda ciddiyetle tartışılarak biran önce yürürlüğe girmesi sağlanamadığı takdirde, uygulanmakta olan programın devamı da garanti altında olmayacaktır. IMF ya da Dünya Bankası ile yapılan kısa ya da uzun vadeli yapısal reform anlaşmaları da siyasi elitlerin kamu kaynaklarını kullanma serbestisini sınırlama açısından önem taşımaktadır. 2001 yılından bu yana uygulanan yapısal reformlar bir çok açıdan 1990'lı yılların Türkiye'sinden ciddi bir kopuşu simgelemektedir. Ancak unutulmamalıdır ki bütün bu reformlar kriz anında dış kaynaklara muhtaç olan bir hükümetin almak zorunda kaldığı önlemlerdir. Türkiye ekonomisi bu krizi atlatıp, borç yükünü biraz olsun düşürüp büyüme eğilimine girdikten sonra, siyasetin ekonomi üzerindeki etkisini azaltmayı amaçlamış olan bu reformların, kamu kaynakları üzerindeki kullanım haklarını tekrar geri almak isteyen siyasi elitler tarafından tek tek rafa kaldırılması enflasyonla mücadelede onca toplumsal fedakarlıkla elde edilmiş olan kazanımları geri çevirebilecektir.

Siyasi partilerin ciddi bir istikrar programı uygulamaları için bu konuda toplum tarafından zorlanması gerekmektedir. Bu da ancak seçim ve siyasi partiler yasalarında yapılacak değişikliklerle demokratik normların ve toplumsal denetleme mekanizmalarının işlerliğe kavuşturulmasıyla mümkün olacaktır. Bu açıdan, seçim ve siyasi partiler yasalarında yapılacak değişiklikler, Türkiye'de sadece demokratikleşme için değil, aynı zamanda enflasyonu kalıcı bir şekilde kontrol altına alabilmek açısından da bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadırlar.

B Ö L Ü M

SONUÇ

7. SONUÇ

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinin enflasyonla mücadele ederken sürdürülebilir büyüme patikasına ulaşmasının mümkün olup olmadığı sorusuna yanıt aranmıştır. Enflasyon-büyüme dinamikleri, panel ve zaman serisi analizleri kullanılarak ayrıntılı bir şekilde incelenmiş ve enflasyon-büyüme arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğu gösterilmiştir: Enflasyon belirli bir eşik değerin altındayken istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan enflasyon-büyüme arasındaki doğrusal ilişki, enflasyonun eşik değeri aşması sonucunda ters, fakat istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye dönüşmektedir. Ayrıca, enflasyon-büyüme etkileşiminin zaman içindeki seyrinin borç stoku dinamikleri tarafından belirlendiği de gösterilmiştir. Önümüzdeki dönemde sürdürülebilir büyüme patikasına ulaşmak için izlenmesi gerekli olan ekonomi politikaları, ampirik analiz sonuçları ve diğer ülkelerin deneyimleri ışığında tartışılmıştır. Ayrıca, Türkiye'nin son yirmi yıllık dönem zarfında enflasyonla mücadeledeki "başarısızlığının" nedenleri ekonomi politik bir yaklaşımla irdelenmiştir.

En basit anlatımıyla çalışmada varılan temel sonuç, enflasyonun belirli bir eşik değer üzerinde olduğu durumlarda, enflasyonla mücadelenin uzun vadede reel üretim cinsinden hiçbir maliyete yol açmayacağı, tam tersine enflasyonda meydana gelecek düşüş sayesinde büyüme sürecinin ivme kazanacağıdır. Bu sonuç, kullanılan borç stoku tanımına sadece dış borçların değil iç borçların da girmesiyle ve borcun vadesiyle bağlantılı verilerin kullanılmasıyla nitelik olarak değişmemektedir. Analiz sonuçları, dış borç stoku verilerine kamunun iç borç stoku da eklendiği zaman ağır borç yükü olan ülkelerde eşik enflasyon değeri üzerinde enflasyonda meydana gelecek artışın büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin sadece dış borç verileri kullanılarak yapılan analizden elde edilen sonuçlardan çok farklı olmadığına işaret etmektedir.

Değişik varsayımlar altında yapmış olduğumuz çeşitli ekonometrik kestirimlerde, Türkiye'nin enflasyonu yarı yarıya indirmesi, diyelim % 40'tan % 20'ye düşürmesi sayesinde, uzun vadede yıllık büyüme hızını ortalama % 1.8 ile % 2.8 oranında arttıracığı sonucu çıkmaktadır. Uzun dönem büyüme hızı % 5 olan Türkiye için bu hiç de küçümsenecek bir oran değildir. Enflasyon kontrol altına alınmadan önümüzdeki on yıl içinde ortalama % 3.5 büyüyeceğimizi varsaysak, Türkiye'nin reel GSMH'sını ikiye katlaması için yaklaşık 20 yıla ihtiyacı var demektir. Alternatif olarak enflasyonun kontrol altına alındığını ve bu çalışmanın hesaplarıyla uyumlu olarak büyüme hızının %2 daha yüksek olacağını kabul edelim. Bu durumda

GSMH'nın ikiye katlanması için gerekli olan süre 13 yıla düşmektedir. Diğer bir bakış açısıyla, yıllık ortalama % 3.5'lük büyüme hızıyla milli gelir 20 yılda 2'ye katlanabilirken, yıllık ortalama % 5.5'lük bir büyüme hızıyla aynı dönem içinde milli geliri 2.9'a katlamak mümkündür.

Yüksek enflasyonun maliyetleri yukarıda yaptığımız basit hesapta açıkça ortaya çıkmaktadır. Ancak enflasyonun düşürülmesi için elimize geçen tarihi fırsat kesinlikle kaçırılmamalıdır ki bu potansiyel gerçekleşebilsin. "Bozulan kamu dengeleri, artan borç stoku, ileriye dönük olumsuz beklentilerin beslediği yüksek enflasyon ve faiz oranları" çerçevesi dahilinde tasvir edilen kısır döngü, kamu kesimi dengeleri yerine oturtulmadan bertaraf edilmesi mümkün olmayan bir süreçtir. Böyle bir kısır döngü içinde sürdürülebilir yüksek büyümeye geçilmesi mümkün olamamakta ve yaşanan nispeten yüksek büyüme dönemleri keskin gelir düşüşleri ile sonuçlanmaktadır. Yapısal reformların kamu kesimi borçlanma gereksinimini düşürecek şekilde devreye sokulması, iktisadi ajanların geleceğe yönelik beklentilerini olumlu yönde değiştirecektir. Beklentilerdeki bu olumlu değişimle birlikte, enflasyonun yapışkanlığı azalacak ve enflasyon düşmeye başlayacaktır. Belirsizliğin temel nedeni olan yüksek enflasyonun ortadan kalkması ise reel faizlerin düşmesine, yatırım harcamaları ve sermaye stokunun artmasına neden olacaktır. Düşüşe geçen borç stoku/GSMH oranı ve borçlanma maliyeti, büyüme sürecine ek katkıda bulunacaktır. Özetle enflasyon düşüşleri, borç stoku ve servisi problemlerini ciddi düzeylerde yaşamayan ekonomilerde daha önemli büyüme artışlarını gündeme getirmeye aday olacaktır.

Burada özellikle vurgulanması gereken bir nokta şudur; borç yükünün ekonominin şoklar karşısında önemli bir akım problemi yaratamayacak düzeye inmesi için faiz dışı fazla verilmeye devam edilmelidir. Dolayısıyla büyümeye ivme kazandırma niyetiyle faiz dışı fazlanın indirilmesi argümanları dezenflasyon sürecinde "yanlış sinyal" vazifesi görecek, gerek enflasyon üzerindeki etkisiyle büyüme oranında dolaylı, gerekse eşik borç oranı vasıtasıyla doğrudan olmak üzere büyüme sürecine de olumsuz katkı yapacaktır.

Dezenflasyon sürecinin ilk aşamalarında elde edilebilecek nispi başarıların yeterli bulunmaması ve bu sürecin tek haneli rakamlara ulaşıncaya kadar kararlılıkla sürdürülmesi, uzun dönem büyüme kazanımlarının ençoklaştırılmasını sağlayacaktır. Ağır borç yükü olan ülkelerin karşılaştığı eşik enflasyon değeri (% 16), borç yükü daha hafif olan ülkelerin karşılaştığı eşik enflasyon değerinin (% 11) üzerindedir. Dolayısıyla, bütçenin kontrol altına alınması sonucunda borç yükünde mey-

dana gelecek bir iyileşme, bir kaç yıl içinde ülkenin hafif borç yükü olan ülkeler gurubuna girmesini sağlayabilir. Böylece, eşik enflasyon değeri %16'dan %11'e düşerken ülkenin dezenflasyonu tek haneli rakamlara indirmesi için daha fazla neden yaratacaktır.

2003 yılı, kriz sonrası uygulanmaya başlanan yapısal reformların tam anlamıyla yerleşmesi açısından çok önemli bir yıl olacaktır. Halen yürürlükte olan ekonomik programda 2002-2004 dönemi için öngörülen faiz-dışı konsolide bütçe fazlası rakamları tutturulmadan, iç ve dış borç stokunun GSMH'ye oranının azaltılması mümkün gözükmemektedir. Reel faizlerin düşmesi için gerekli olan bu koşul, ne yazık ki sürdürülebilir büyüme için tek başına yeterli değildir. Sürdürülebilir büyüme politikasına ulaşmak için 2001 krizi sonrasında bankacılık sektörünün kredi hacminde meydana gelen % 40'lık daralmanın durması ve özellikle dış ticarete tabi olmayan sektörlerle yeni kredi imkanları yaratılması gerekmektedir.

Bu kredi imkanlarının yaratılabilmesi için muteber kredi müşterisinin mevcut olması, bunun da önünü görebilen, geleceğine güvenle bakabilen ve mal ve hizmet talebinde bulunan bir tüketici profili gerektirdiği aşikardır. Tüm bunların önkoşulunun iktisat politikalarına ve bunların orta vadedeki olumlu etkisine olan inanç olduğu göz önüne alınırsa, kısa vadede zor ve politik olarak maliyetli gözükebilecek bazı politikaların kararlılıkla sürdürülmesi tek çözüm olarak ortaya çıkmaktadır. Türkiye'de tüm iktisadi ajanlar yavaş da olsa cari gelirlerinin değil, işgücü kabul edildikleri tüm dönemleri kapsayan bir net güncelleştirilmiş (net present discounted value) gelirin esas olduğunu yaşanan krizler sayesinde anlamışlardır. Bu nedenle "doğru" ve sürdürülebilir bir büyüme politikası yaratmaya yönelik tedbirleri eskisinden çok daha iyi tespit ve takdir edebileceklerine ve iktidarların bu konuda daha cesur olabileceklerine inanıyoruz.

Bu çalışmada, daha önce yaptığımız başka çalışmalardan da yararlanarak önümüzdeki dönemde serbest dalgalı kur rejiminin en doğru seçim olduğunu gösterdik. 2001 krizi ve artçı şokları, 1990'lı yıllarda izlenen ve kontrollü kur rejimine bağlı olarak kısa dönemli sermaye girişleri olmaksızın sürdürülmesi imkansız olan sorsuz bütçe politikalarının bir sonucudur. Türkiye'nin yeni sıcak para dönemine değil, ciddi bir ekonomik yeniden yapılanmaya ve kaynaklarını israf etmeden etkin kullanmak suretiyle sürdürülebilir büyüme için uygun koşulları yaratmaya ihtiyacı vardır.

Finansal sistemini sağlıklı bir yapıya oturtabilmiş bir ülkenin zaten herhangi bir

sabit kur rejimi versiyonuna "geçici" olan ihtiyacı da ortadan kalkmış olacaktır. Tabii olduğu şoklar büyük oranda reel şoklar olan bir ekonominin sağlıklı tercihi zaten esnek kur rejimi olmak durumundadır; Türkiye'nin sorunu finansal sistemini ayakları üzerinde durur hale getiremeden esnek kur rejimine geçmek olmuştur. Her ne kadar geçiş ani ve sonuçları bir çok iktisadi ajan ve kurum için yıkıcı olan bir geçiş ise de son derece zor bir sınavdan başarı ile çıkıldığı kanaatindeyiz. Bundan sonrasında finansal sistemin zayıflamasına izin vermeyecek regülasyonun kararlılıkla sürdürülmesi ekonominin şoklara olan dayanıklılığını kur rejiminin de desteğiyle üst düzeyde tutacaktır.

Bir çok ülke, serbest dalgalı kur rejimi altında başarılı para politikası uygulamaları gerçekleştirmişlerdir. Enflasyon hedeflemesinin gereklerini yerine getirebilecek teknik donanımına sahip merkez bankaları vasıtalarıyla, Brezilya, Meksika, Güney Kore gibi ülkeler serbest dalgalı kur rejimi altında enflasyonu kontrol altına almayı başarmışlardır. Siyasi belirsizliğin 3 Kasım seçimleri sonrasında ortadan kalkmasıyla, 2003 sonuna yönelik enflasyon beklentilerinin ekonomik programda öngörülen % 20 oranına yakın bir seviyeye düşmesini beklemekteyiz. Bu gelişmeler ışığında, enflasyon hedeflemesinin Türkiye'de de uygulanması için şartlar hızla oluşmaktadır.

Atılacak bütün ekonomik reform adımlarının başarılı olabilmesi ve enflasyonun kalıcı bir şekilde kontrol altına alınması, ancak 2001 programıyla başlayan ekonomik konsolidasyonun siyasi ve kurumsal konsolidasyon ile tamamlanması ile mümkün olabilecektir. Bugüne kadar siyasi partiler yasası, seçim yasası ve Anayasa'nın ortaya çıkardığı yasal ve kurumsal çerçeve içinde hayata geçirilen siyasi rejim ve toplumsal dinamikler, siyasi elitlerin toplumsal denetimden kaçmalarına ve ülkeyi kendi ve yakın çevrelerindeki grupların çıkarlarına hizmet edecek şekilde yönetmelerine izin vermiştir. Ancak, 3 Kasım seçimleriyle halk, yıllardır vermeye çalıştığı fakat alınmak istenmeyen mesajı yanlış anlamaya imkan vermeyecek şekilde ortaya koymuştur. Siyasi partiler ve seçim yasalarının değiştirilmesi, Türk ekonomisinin yüksek enflasyon-düşük büyüme hızı tuzağından kurtulması için olmazsa olmaz bir koşuldur, ve bunun gereği bir an önce yerine getirilmelidir.

KAYNAKÇA

- Akçay, O. C., C. E. Alper, ve S. Özmucur ,2002, "Budget Deficit, Inflation, and Debt Sustainability: Evidence from Turkey (1970-2000). " Forthcoming in: Kibritçioğlu, A., L. Rittenberg, and F. Selçuk (eds.), *Inflation and Disinflation in Turkey*, Aldershot: Ashgate.
- Alesina, A. and A. Drazen, 1991, "Why are Stabilizations Delayed," *American Economic Review*, 81, 1170-87.
- Aleskerov, F. ve C. E. Alper, 2000, "Clustering Approach to Some Monetary Facts: Long-run Analysis of Cross-Country Data", *Japanese Economic Review*, Vol. 51, No.4, 555-567.
- Alper, C.E., Berument, M. H. ve Malatyali, N. K. (2001) 'The Impact of the Disinflation Program on the Structure of the Turkish Banking Sector', *Russian and East European Finance and Trade* 37, 6. 72-84.
- Alper. C. E. ve Ziya Öniş (2003): "Financial Globalization, the Democratic Deficit and Recurrent Crises in Emerging Markets: the Turkish Experience in the Aftermath of Capital Account Liberalization", *Russian and East European Finance and Trade*, Vol. 39. No. 2, basılacak. (SSCI)
- _____ (2002): "Soft Budget Constraints, Government Ownership of Banks and Regulatory Failure: The Political Economy of the Turkish Banking System in the Post-Capital Account Liberalization Era", *Boğaziçi Üniversitesi Araştırma Raporu* SBE/02-02.
- Alper, C. E. and M. Üçer (1998): 'Some Observations on Turkish Inflation: A "Random Walk" Down the Past Decade' *Bogazici Journal: Review of Social, Economic and Administrative Studies*, Vol. 12, No. 1, 7-38.
- Alper, C. E. And K. Yılmaz, 2002, "Domestic Needs for Foreign Finance and Exchange Rate Regime Choice in Turkey," mimeo, September, Koç University.
- Bailey, M. J., 1956, "The Welfare Cost of Inflationary Finance", *Journal of Political Economy*, 64: 93-110.
- Ball, L., ve S. G. Cecchetti, 1990, " Inflation, uncertainty at Long and Short Horizons", *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Bergoeing, R., P. J. Kehoe, T. J. Kehoe, ve R. Soto, 2001, "A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s, " *NBER Working Paper Series*, Working Paper 8520.

- Bordo, Michael ve Marc Flandreau, 2001, "Core, Periphery, Exchange Rate Regimes and Globalization," CEPR Discussion Paper No. 3077, November 2001.
- Bruno, M., 1994, "Kriz, İstikrar Programları ve Ekonomik Reform," *Türk Henkel Dergisi Yayınları, İstanbul*, çeviri.
- Bruno, M. ve W. Easterly, 1995, "Inflation Crises and Long-Run Growth", *NBER Working Paper Series*, Working Paper 5209.
- Carstens, A. And A. M. Werner, 1999, "Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime," Banco de Mexico, Research Document, No. 9905.
- Dornbusch, R. and S. Edwards, Eds., 1991, *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Ersel, H. (1996) 'The Timing of Capital Account Liberalization: The Turkish Experience', *New Perspectives on Turkey* 15: 45-64.
- Ersel, H., ve C. Tarhan, 2001, Özel Ticari Bankaların Makroekonomik Ortamdaki Değişikliklere Tepkileri, YKB Araştırma Bölümü, mimeo.
- Fischer, S., 1993, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", *Journal of Monetary Economics*, 32: 485-512.
- Friedman, M., and A. Schwartz, 1963, A Monetary history of the United States: 1867-1960, University of Chicago Press.
- Ghosh, A. ve S. Phillips, 1998, "Warning Inflation May Be Harmful to Your Growth," *IMF Staff Papers*, 45:4 , 672-710.
- Günlük-Şenesen, G. (2000) 'Measuring the Extent of Defense Expenditures: The Turkish Case with Turkish Data' *Defense and Peace Economics* 11,
- Kaufman, R. B. and B. Stallings, 1991, "The Political Economy of Latin American Populism," in Dornbusch and Edwards, eds., *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, Chicago: The University of Chicago Press, 15-40.
- Khan, M.S. ve A.S. Senhadji, 2001, "Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth," *IMF Staff Papers* 48(1), 1-21.
- King, R. G. ve R. Levine, 1993, "Finance and Growth: Shumpeter might be Right," *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.
- Krueger, A., ve A. Tornell, 1999, "The Role of Bank Restructuring in Recovering From Crises: Mexico 1995-98", *NBER Working Paper Series*, Working Paper 7042.

- Lucas, R., 1973, "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", *American Economic Review*, 63: 326-34.
- Metin, K., 1998, "The Relationship Between Inflation and the Budget Deficit in Turkey", *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 1998, 412-422.
- Mishkin, F. S. And K. Schmidt-Hebbel, 2001, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?", NBER Working Paper Series, No. 8397.
- Öniş, Z. and Riedel, J. (1993) *Economic Crises and Long-term Growth in Turkey*, Washington D.C.: The World Bank.
- Özatay, F. (1997) ' The lessons of the 1994 Crisis in Turkey: Public Debt (Mis) Management and Confidence Crisis', *Yapı Kredi Economic Review* 7: 21-38.
- Özatay, F., ve G. Sak, 2002, " The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey", mimeo, The Central Bank of the Republic of Turkey and Ankara Univeristy.
- Paldam, M., 1994, "The Political Economy of Stopping High Inflation," *European Journal of Political Economy* 10 (1), 135-168.
- Sarel, M., 1996, "Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth," *IMF Staff Papers*, 43:1 , 199-215.
- Sargent, T. and N. Wallace, 1981, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review* 5(3): 1-17.
- Selçuk, F., 2001, (2001) "Seignorage, Currency Substitution and Inflation in Turkey", *Russian & East European Finance & Trade*, v37, 41-50.
- Taylor, J., 1993, "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rosbester Conference Sries on Public Policy*, No. 39, pp. 195-214.
- UNCTAD (1999) *World Investment Report 1999*, Geneva: United Nations Conference on Trade and Development
- Werner, Alejandro, 2001, "Mexico's Experience with a Floating Exchange Rate Regime," *Banco de Mexico*, Mart 2001.
- Yılmaz, K., 2001, "Yüksek Enflasyon Sürecinde Siyasi Elitlerin Rolü: Arjantin, Brezilya, İsrail ve Türkiye Deneyimlerinin Karşılaştırmalı Analizi," *İşletme ve Finans*, No. 183, Haziran.

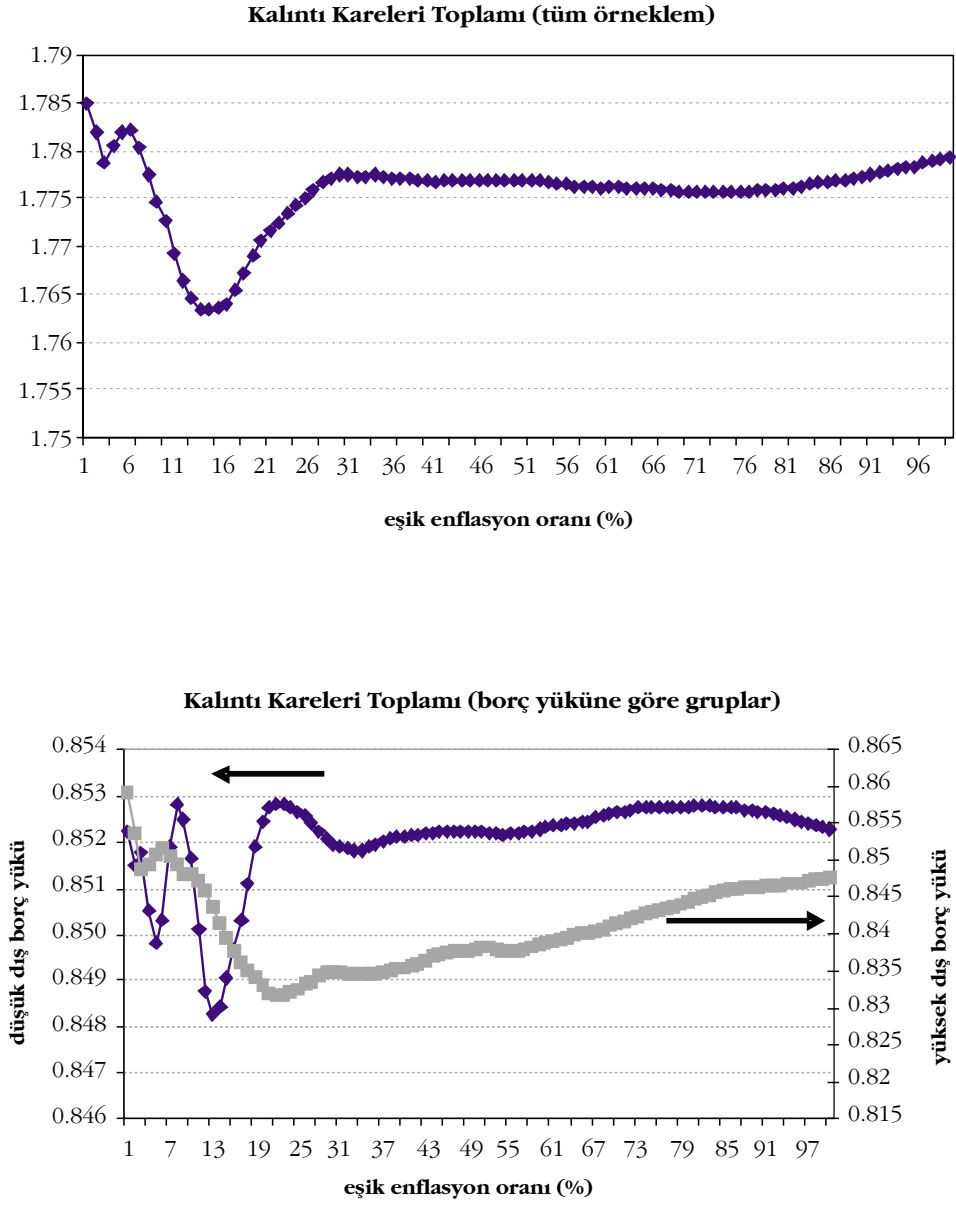
EK 1

Tablo Ek 1. Borç Vadesi için Uyarlanmış İç ve Dış Borç Verileriyle Yapılan Panel Regresyon Sonuçları (Dönemsel farklar bazında)

	Toplam Örneklem	Medyana göre	
		Düşük Borç Yükü	Yüksek Borç Yükü
Eşik enflasyon oranı (%)	17	11	16
Enflasyon \geq Eşik Enflasyon	-0.029* (-2.83)	-0.025* (-1.85)	-0.039** (-2.85)
Enflasyon < Eşik Enflasyon	-0.003 (-0.63)	-0.002 (-0.26)	-0.005 (-0.70)
Borç Vadesi için Uyarlanmış (Dış Borç + İç Borç) / GSMH	-0.073** (-4.56)	-0.142** (-3.77)	-0.066** (-3.26)
Nüfus artış hızı	1.034* (1.05)	0.439 (0.13)	1.372* (1.13)
Yatırım / GSYİH	0.195* (2.28)	0.213 (1.76)	0.198 (1.28)
Kalıntı Kareleri Toplamı	0.530	0.231	0.335
Uyarlanmış R²	0.120	0.041	0.090
R²	0.250	0.303	0.341
Gözlem Sayısı	388	191	197
Enflasyonun ikiye katlanmasının büyüme hızı üzerindeki etkisi	% -2.0*	% -1.7*	% -2.7**

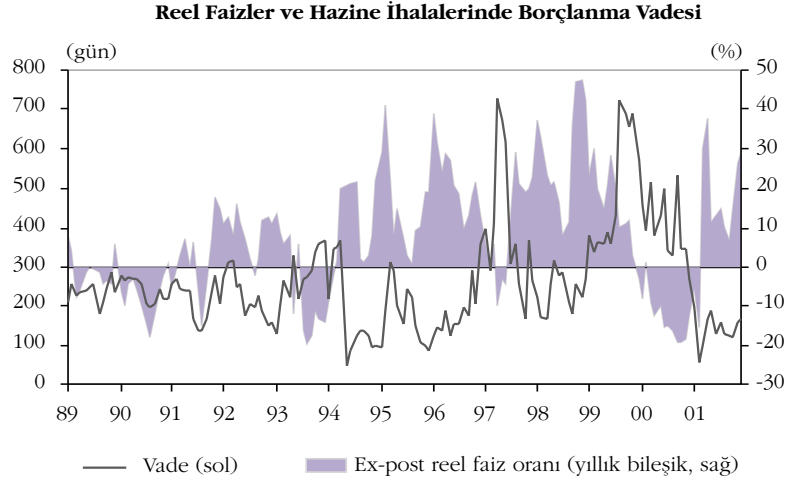
Not: Örneklemdeki bütün ülkelerin borç vadesiyle ilgili veriler olmaması yüzünden (İç borç+Dış Borç)/GSMH oranını borç vadesine göre uyarlamak için (1+faiz ödemelerinin bütçe harcamalarının içindeki oranı) ile çarpılmıştır. Şekil Ek 2’de de görülebileceği gibi, faizlerin ve dolayısıyla faiz yükünün arttığı dönemlerde borçlanma vadesi kısalmaktadır. İki değişken arasındaki korelasyon katsayısı -0.267’dir ve % 1 oranında istatistiki olarak anlamlıdır.

Şekil 1. Tablo 4'teki Eşik Değerlerin Seçimi - Kalıntı Kareleri Toplamı *



Not: Gruplama dış borç yükü medyan değerine göre yapılmıştır.

Şekil 2. Reel Faizler ve Hazine İhalelerinde Borçlanma Vadesi



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB

EK 2

EK 2. ANALİZE DAHİL EDİLEN ÜLKELER

Arjantin	Honduras	Panama
Brezilya	Kamerun	Paraguay
Dominik Cumhuriyeti	Kolombiya	Peru
Ekvador	Kosta Rika	Sri Lanka
Endonezya	Madagaskar	Şili
Fas	Meksika	Tayland
Filipinler	Malezya	Türkiye
Gana	Nepal	Uruguay
Güney Kore	Nijerya	Venezuela
Hindistan	Pakistan	