

Yükselen Reel Faizler Türkiye’de Toplam Talebi Arttırır

Cem Mehmet

BAYDUR¹

Özet

Bu makalede enflasyonla mücadele etmede Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) faiz artırımı politikasının etkisiz olduğu Türkiye ekonomisinin yoğun dış kaynak kullanan yapısı dikkate alınarak gösterilmektedir. Yüksek faiz politikası bilinenin aksine Türkiye’de toplam talebi arttırmaktadır. Gerek 2002-2005 yılları arası gerekse Mayıs-Haziran 2006’da izlenen faiz politikaları görünüşte farklı olsa bile, yüksek reel faizler ile Türkiye’ye dış kaynak sürekliliğini sağlayan politikalar olmaları itibariyle sonuçta benzerdir. Yüksek faiz ile sağlanan dış kaynak girişi hem kurları bastırarak enflasyonun düşmesine hem de büyümenin yüksek hızlarda sürdürülmesine olanak sağlamaktadır. Ancak bu politikanın bazı olumsuz tarafları da bulunmaktadır; bozulan ödemeler dengesi, şoklara karşı hassas bir ekonomik yapı gibi. TCMB bu politika ile enflasyonla mücadelede kalıcı şekilde başarılı olamaz.

Anahtar Sözcükler: *Enflasyon hedeflemesi, reel faiz, toplam Talep, sermaye akımları*

Abstract

Considering the excessive dependence of Turkish economy on foreign resources, this study shows that the high interest rate policy of the Central Bank of Republic of Turkey (CBRT) oriented towards disinflation is inefficient. In contrast to the known fact, the high interest rate policy increases the aggregate demand in Turkey. Even though the interest rate policies implemented during 2002-2005 and May-June 2006 seem to be different, they are similar all in all in the way that they ensure the continuity of the flows of foreign resources to Turkey through high real interest rates. Foreign resources that are obtained through high interest rates allow for both a lower inflation by putting pressure on exchange rates and sustainable high growth rates. On the other hand, this policy embodies some drawbacks such as a distorted balance of payments and an economic structure that is sensitive to shocks. The CBRT cannot achieve a permanent success in fighting inflation with this policy.

Keywords: *Inflation Target, Real Interest Rate, Aggregate Demand, Capital Flows*

¹ Doç.Dr. Muğla Ün.
İİBF, İktisat Bölümü,
Kötekli Köyü/ Muğla,
email:
cbaydur@mu.edu.
tr, Tel: 0-252-2111395
veya 0-252-2238326.

Giriş

Her ekonominin kurumları ve onların davranışları, kaynakları kullanımı, dağılımı diğer ekonomilerden farklıdır. Bu farklılık o ekonominin yapısını oluşturur. Ekonominin yapısal farklılığı da iktisadi

analizin temelini oluşturur. Standart teorisinin önermeleri yapısal farklılıktan dolayı pratikte teorik beklentileri karşılamaz. Dolayısıyla iktisat politikalarının sorun çözme derecesi üretildikleri modellerin ekonominin yapısal özelliklerini ne ölçüde kapsayabildiğine bağlıdır (Taylor, 1981).

Türkiye ekonomisinin kendi yapısal özellikleri temel makro fiyatlar ile ilgili çıkarsamaları dikkatli bir şekilde yapmamızı gerektirir. Bu özellikleri dikkate almadan standart politika araçlarının kullanılması istenilen sonuçlardan ziyade istenilmeyen sonuçlar yaratmaktadır. Türkiye ekonomisinin yapısı seçilen iktisat politikası aracının temel amacını ulaşmasını engellemekte hatta çok farklı sonuçların ortaya çıkabilmesine neden olabilmektedir. Türkiye’de faizleri yükselterek toplam talebi kontrol etme politikası işlememektedir. Yatırımların yüksek karlılığı, borçluların pozitif zaman tercihleri ve bunların yanında göreceli olarak daha ucuz olan dış kaynak, Türkiye’de dış kaynak kullanımını arttırmaktadır. Bu çalışmayla dış kaynak kullanımlı bir ekonomide faizlerin yükseltilerek toplam talebin bastırılamayacağı gösterilmektedir. Tam tersine yüksek faizin daha yüksek bir talep düzeyine neden olduğu ileri sürülmektedir. Türkiye ekonomisi de dış kaynak kullanımlı bir ekonomidir (Kazgan, 1999). Dolayısıyla, Türkiye ekonomisinin bu yapısını dikkate almadan faizi bir politik araç olarak standart tarzda kullanmak hatalı olacaktır. Örneğin, TCMB enflasyon hedeflemesi stratejisi ile enflasyonu kontrol altına almaya çalışmaktadır. Temel silahı da faizlerdir. Enflasyonun hedeften sapması, beklentilerin bozulması, şoklar v.b. unsurların fiyatlara yansımaları önlemek için TCMB, faizleri arttırarak sıkı para politikası izlemektedir. TCMB, sıkı para politikası ile toplam talebin baskılanacağı ve beklentilerin düzeleceğini beklemektedir. Bu çalışmayla amaçladığım, Türkiye ekonomisinin dış kaynak bağımlılığı gibi birçok temel özelliğini dikkate almayan faizlerdeki dolayısıyla cari reel faizlerdeki artış politikasının toplam talebi baskılamayacağını tam aksine arttıracığını göstermektir. Ayrıca, Türkiye ekonomisinin yapısı, standart politikalar dışında davranmamız gerektiği gerçeğini iktisatçılara ve politikacılara göstermektir. Çalışmanın ilk kısmında basit talep modeli ortaya konulacak, ikinci kısımda temel hipotezimizi ispatladıktan sonra, sonuçta Türkiye ekonomisi ilgili kısa bir değerlendirme yapılacaktır.

I) Toplam Talep Fonksiyonu

Geleneksel IS analizi, reel faizin bir fonksiyonu olarak reel talebi belirler. Basit bir IS fonksiyonu aşağıdaki gibi yazılabilir. Buradaki basit talep modeli Walsh 2002’den alınmıştır.

$$\frac{y}{y^n} = \frac{y_0}{y^n} - b[i - \pi^e] + \quad (1)^1$$

y çıktı artış hızını göstermektedir. y’ ye reel talep olarak bakılırsa, reel talep artışı hızını da gösterdiği kabul edebilir. y_0 başlangıç çıktı miktarını veya başlangıç reel talep miktarını, i nominal faizleri, π^e beklenen enflasyonu, $i - \pi^e = r$ cari reel faizi, u talep şoklarını, y doğal büyüme hızını göstermektedir.

(1) nolu denklemde tanımlanan IS ilişkisindeki reel faize ilişkin negatif katsayı (-b), hem Yeni Keynezyen modeldeki tüketim üzerindeki etkiyi hem de yatırımlar üzerindeki geleneksel etki olan kredilerin elde edilebilirliği ve maliyetini, kısaca zamanlar arası ikame oranını yansıtmaktadır. Talep şokları u, merkez bankasının önceden taleple ilgili tahmin edemeyeceği unsurlarla ilişkilidir. Bunun yanında, u ile hata terimleri arasında korelasyonun olmadığı ve ortalamasının sıfıra eşit olduğu varsayıldığında uzun dönem denge faizi aşağıdaki gibi çıkartılabilir:

$$\frac{y}{y^n} = \frac{y_0}{y^n} - b[(i - \pi^e) = r^*]$$

$$\frac{y}{y^n} - \frac{y_0}{y^n} = -b[(i - \pi^e) = r^*] \quad \text{uzun dönemde}$$

$$y = y^n \text{ olacağından}$$

$$\frac{y^n - y_0}{y^n} = b[(i - \pi^e) = r^*]$$

$$r^* = \frac{(y_0 - y^n)}{by^n} \quad \text{veya} \quad r^* b = \frac{(y_0 - y^n)}{y^n}$$

yazılabilir

$$r^* = \frac{(y_0 - y^n)}{by^n} \quad (2)$$

(2) nolu denklem sermayenin verimliliği ile faiz arasındaki ilişkiyi tanımlamaktadır. (2) nolu denklem literatürde doğal faiz de denilmektedir. (1) nolu IS denkleminin her iki yanından 1 çıkarılarak çıktı açığı için aşağıdaki denklem yazılabilir:

$$\frac{y}{y^n} - 1 = \frac{y_0}{y^n} - 1 - b[(i - \pi^e) = r^*]$$

$$\frac{y - y^n}{y^n} = \frac{y_0 - y^n}{y^n} - b[(i - \pi^e) = r^*]$$

$$\text{ve } \frac{y - y^n}{y^n} = x, \frac{y_0 - y^n}{y^n} = x_0 \text{ olduğundan}$$

$$x = x_0 - b[i - \pi^e] + u \quad (3)$$

Buradaki x , x_0 nosyanları cari ve başlangıçtaki talep (çıktı) açıklarını göstermektedir. (3) nolu denklem reel faizlerin bir farkı olarak da ifade edilebilir.

$$r^* = \frac{y_0 - y^n}{by^n} = x_0; r^* b = \frac{y_0 - y^n}{y^n} = x_0$$

yazılabilir.

$$x = -b[i - \pi^e - r^*] + u \quad (4).$$

(4) nolu denklem, faizlerle çıktı açığı veya faizlerle talep düzeyi arasındaki ters yönlü ilişkiyi tanımlamaktadır. (4) nolu denkleme göre, uzun dönem reel faize göre cari reel faiz daha büyük olduğusürecekonomidekitalephacmidaralacaktır: $y < y^n$ olur. Ancak burada Türkiye ekonomisi için toplam talep fonksiyonu tanımlanmak istendiğinde yukarıdaki talep modelini bazı varsayımlar ile tadil etmek gerekmektedir. Birinci varsayıma göre; yabancı sermaye girişi reel faizin artan bir fonksiyonudur (IMF, September 2006). İkinci varsayıma göre; yabancı sermaye girişi uzun dönem reel faizleri/büyüme hızını arttırmaktadır (IMF, September 2006). Bu iki varsayım Türkiye ekonomisinin dış kaynak girişinin temellerini oluşturur. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinin yapısal özelliğini karakterize eden bu varsayımlar ile Türkiye’deki toplam taleple faiz arasındaki ilişkiye bir ölçüde ışık tutulabilecektir.

II) Türkiye’deki Toplam Talep Fonksiyonu

Türkiye ekonomisinin en karakteristik özelliği gerek özel sektör gerekse kamu sektörünün yoğun dış kaynak ihtiyacıdır (Baydur, 2001, 2006-a). Türkiye’de dış kaynak kullanımının göreceli ucuzluğu yatırımcıları dış kaynağa yönlendirmektedir. Göreceli dış kaynak ucuzluğu, Türkiye ekonomisindeki karların yüksekliği ile birleştiğinde firmalar yoğun bir şekilde dış kaynağa

yönelmektedir. Gerek yabancı yatırımcıların gerekse yerli yatırımcıların çeşitli riskleri olsa bile yüksek kazançlardan dolayı dış kaynak kullanım eğilimleri yüksektir (İnsel ve Sungur, 2003; IMF, September 2006). Türkiye’deki imalat sanayindeki firmaların kullandığı kredilerin yarısından fazlası yabancı para cinsindendir (TCMB, 2006-Haziran). Benzer bir çıkarım tüketiciler içinde yapılabilir. Tüketicilerin pozitif yüksek zaman tercihleri kaynak ihtiyacını arttıran bir faktördür. Hane halklarının yükümlülüklerinin harcanabilir gelire oranı 2002 yılında % 4,7 iken 2005 yılında % 20,6’ya ulaşması pozitif zaman tercihinin güzel bir göstergesidir (TCMB, 2006-Haziran). Bütün bu verilerin ortaya koyduğu Türkiye’de tasarrufların azaldığıdır. 2003 yılında özel kesimin tasarruf oranının %26’dan 2006’da % 20’lere² kadar düşmesi de dış kaynak ihtiyacının ne kadar hızlı arttığına bir göstergesi olarak yorumlanabilir (TCMB, 2006-Haziran). Türkiye’nin kaynak ihtiyacını karşılamak amacıyla 1980’lerde finansal ve kurumsal yapısında değişiklikler yapılmıştır. Finansal serbestleşme ve gelişim olarak ifade edilen bu değişim süreci 1990’larda olgunlaşarak bugünkü yapısını kazanmıştır (Türel, 2004). Bu yapılaşmanın yukarıdaki toplam talep sürecine etkisini incelemek için söz konusu iki varsayımı formel olarak ifade etmek gerekmektedir.

Birinci varsayım: Yabancı kaynak ve harcamalar reel faizin artan bir fonksiyonudur (IMF, September 2006).

$$I_F = I_F(i - \pi^e); I_F' = \frac{dI_F}{dr} = 1 + z$$

İkinci varsayım. Uzun dönem denge faizi yabancı sermayenin bir fonksiyonudur. Uzun dönem reel faiz yabancı kaynak girişi ile artar. Yani ekonomi daha hızlı büyür (IMF, September 2006)).

$$r^* = r^*(I_F)$$

$$\frac{dr^*}{dI_F} = 1 + k$$

(4) nolu denklemdeki talep şokları ihmal edilerek toplam türevi alınırsa

$$dx = -b[di - d\pi^e - dr^*] ; di - d\pi^e = dr \text{ ve}$$

$$db = 0 \text{ eşit olduğu varsayılmaktadır.}$$

$$dx = -b[dr - \frac{dr^*}{dI_F} dI_F] \quad (5)$$

(5) nolu eşitliğin her iki yanı cari reel faizdeki değişmeye (dr) bölündüğünde (6) nolu denklem elde edilir.

$$\frac{dx}{dr} = -b[\frac{dr}{dr} - \frac{dr^*}{dI_F} \frac{dI_F}{dr}] \quad (6)$$

$$\frac{dx}{dr} \text{ Toplam türevi içindeki } \frac{dr^*}{dI_F} \text{ ve } \frac{dI_F}{dr} \text{ ifadeleri}$$

ilgili 1. ve 2. varsayımlardaki tanımlar yerleştirilip düzenlendiğinde (7) nolu denklem elde edilir.

$$\frac{dx}{dr} = -b[1 - (1 + k)(1 + z)] > 0 \quad (7)$$

(7) nolu denklem reel faizle toplam talep arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğunu göstermektedir. Bu tür bir ekonomik yapı içinde merkez bankları reel faizlerdeki artış yoluyla toplam talebi baskılayamaz.

III) 2002-2006 Döneminde Faiz Politikası ve Toplam Talep

Yukarıda kurulan modele göre Türkiye’de paranın ve faizin patronu olan TCMB’nin toplam talebi kontrol etmede neden yetersiz kaldığı formel olarak gösterilmektedir. Faizle toplam talep arasındaki pozitif yönlü ilişki Türkiye ekonomisi için daha da detaylandırılarak ortaya konulabilir.

2002 yılında örtük olarak 2005’den itibaren de açık olarak enflasyonu hedefleyen TCMB iktisadi birimlerin beklentilerini dolayısıyla enflasyonu kontrol etmek için faizleri kullanmaktadır. 2002–2005 arası dönemde gerek dünyadaki konjonktür gerekse Türkiye’deki makro ekonomik göstergelerdeki olumlu gelişme sayesinde TCMB faizleri düşürmüştür. Ancak TCMB faizleri enflasyon beklentilerine göre daha yavaş bir şekilde düşürmüştür (Baydur, 2006-b). TCMB’ nin bu şekilde bir faiz politikası izlemesinin temel nedeni **faizlerin düşmesi durumunda, enflasyonun yükseleceği** kaygısıdır. 2002-05 döneminde ekonomiye duyulan güven Türkiye’de enflasyon beklentilerinin hızla aşağıya çekilmesine neden olurken, TCMB nominal faizleri beklentilere göre daha yavaş düşürdüğünden beklenen ve gerçekleşen

reel getiriler/faizler arttırmıştır. Tablo 1’de Türkiye ekonomisinin ödediği reel faizler verilmektedir. Bu ölçüde yüksek ve artan getiri ile önemli ölçüde dış kaynak Türkiye’ye akmıştır. Tablo 2’de ödemeler dengesi finans hesabına bakıldığında, dış kaynak girişinin 2002 yılında 1 milyar ABD Dolarından biraz fazla olduğu, 2003 yılında 7 milyar ABD Doları, 2004 yılında 17 milyar ABD Dolarını aşmış, 2005 yılında 45 milyar ABD Doları, 2006 ilk altı ayı içinde 26 milyar ABD Doları olduğu görülmektedir. Tablo 2’de dikkat çeken bir diğer unsur cari açığın finansmanını kamudan ziyade özel sektörün yapmasıdır. Bu finansman sürecinin TL (YTL) üzerinde bir takım etkileri vardır. Gerek yabancı girdi kullanımının yoğunluğu gerekse bunun finansmanının dış kaynakla yapıldığı dikkate alındığında, yoğun dış kaynak girişi TL (YTL)’yi değerlendirerek TCMB’nin enflasyonu düşürme amacına hizmet etmiştir. Ancak bu politika, 2002-2005 yılları arasında enflasyonla mücadelede ciddi kazanımlar sağlanmış olmasına rağmen, bazı olumsuzlukları da beraberinde getirmiştir. TCMB’nin faiz politikasının üç olumsuz sonucundan birincisi artan dış dengesizlik, ikincisi ekonominin dış şoklara daha hassas hale gelmesi son olarak da yoğun bir dış kaynak girişi sonucu canlı bir iç talep ve içe dönük büyüme sürecinin enflasyonla mücadeleyi zorlaştırmasıdır. 2006 yılının ikinci çeyreğinde inşaat sektörünün % 19, özel tüketim harcamalarının % 10 oranında büyümesi iç talepteki artışa dayanan büyümenin göstergesi olarak yorumlanabilir. Artan bir iç talep 2005’in sonlarında 2006 yılının ilk aylarında fiyatların katılaşmasına neden olarak enflasyonla mücadeleyi de zorlaştırmaktadır.

Tablo 1:Faiz Politikası ve TL’nin Reel Getirileri

Yıllar	O/N Faiz	Hedeflenen Enflasyon	Gerçekleşen Enflasyon	Beklenen Reel Getiri	Gerçekleşen Reel Getiri	Sermaye Girişi**
2002	49	35	29.7	38.8	62.8	1.194
2003	36	20	18.4	76.1	90.7	7.192
2004	21	12	9.3	69.2	113.5	17.678
2005	14	8	7.7	66.6	72.4	43.975
2006*	17.2	5	8.32	11.6	8.5	26.154

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

Tablo 2: Ödemeler Dengesinin Finansmanı ve Büyüme

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

Kaynak: www.tcmb.gov.tr, *Haziran 2006’ya kadar olan dönem.

2006 Mayıs ayı itibariyle dış konjonktürün bozulması, ABD ve Japon Merkez Bankalarının faiz artırımları veya arttırma beklentileri, uluslararası finans piyasalarında Türkiye’nin çekiciliğini azaltmıştır. Bunun yanı sıra hammed fiyatlarındaki artış TCMB’nin enflasyonla mücadelesini önemli ölçüde zorlaştırmıştır. Türkiye ekonomisi ile ilgili beklentilerin 2006 Mayıs ayında olumsuzlaşması ile yaşanan kaynak çıkışı YTL’nin ciddi ölçüde (% 30) değer kaybetmesine neden olmuştur. Söz konusu değer kaybı yabancı girdi kullanımının yüksek olduğu bir ekonomide enflasyon ve beklentilerin de artmasına sebep olmuştur. Enflasyon beklentileri yılsonu hedefi olan % 5’in çok üzerine çıkarak % 10'lara ulaşmıştır (2006

Enflasyon Raporu-III). Artan enflasyon ve bozulan enflasyon beklentileri sonucunda TCMB %13'lere kadar düşmüş olan gecelik (O/N) faizleri % 26'ya kadar yükselterek, reel faizleri arttırmıştır. TCMB sadece faizleri yükseltmekle kalmamış dış kaynağın getirisini yükseltebilmek için yani dış kaynak girişini garantiye alabilmek için döviz satmış ve piyasadan depo ihaleleriyle YTL çekmiştir. Bütün bu çabaların sonucunda kur değerlendirilmiştir. İzlenen bu politika için bir değerlendirme yapmak gerekirse, yüksek faiz politikası bir taraftan enflasyonu düşürmeyi diğer taraftan da büyümenin devamını sağlamaya çalışmıştır. TCMB’nin 2006 Mayıs ayı itibarıyla politikası, kısa vadeli bir bakış ile enflasyon hedefleme programını kurtarmaya

dönüktür denilebilir.

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

Gerek 2002–2006 Mayıs dönemi gerekse 2006 Mayıs sonrası dönemde izlenen faiz politikasının yönü bir birine zıt olsa bile ortak bir sonucu vardır. Bu sonuç reel faizleri yüksek tutmaktır (Baydur, 2006-a). Türkiye'deki yüksek reel faizler bankaların ve özel sektörün göreceli ucuz dış kaynağa yönelmesine neden olmuştur. Tablo 2'deki rakamlar bu durumu ifade etmektedir. Tablo 2'de de görüldüğü üzere önemli ölçüde yabancı sermaye doğrudan girse bile, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy hareketleri ve diğer yatırımlar (özel sektör ve bankaların aldığı krediler) 2002-2006 döneminde sürekli artmıştır. Giren dış kaynakla Türkiye'deki harcamalar finanse edildiğine göre toplam talep artacaktır. Yüksek reel faiz Türkiye'de toplam talebi arttırmakta, kuru değerlendirmekte, kısa dönemde enflasyonu düşürmeye olumlu katkı yaparak ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır. Ancak iç talebin canlı olması nedeniyle ortaya çıkan fiyat katılıkları dolayısıyla enflasyonla mücadelenin zorlaşması, artan ödemeler dengesizliği, ekonomik yapıyı hassaslaştırarak şu veya bu şokla ekonomiyi krize girmeye mahkûm etmektedir (IMF, September 2006). Bütün bunların sebebi ise TCMB'nin Türkiye ekonomisinin toplam talep ilgili yukarıdaki yapısal özelliğini dikkate almamasıdır.

Sonuçlar

Kapalı bir ekonomide faiz arttırımı çeşitli kanallardan toplam talebi baskılar. Tüketim, yatırım gayrimenkul harcamalarına yapılan harcamalar azalır. Dışa açık ve kaynak ihtiyacı olan bir ekonomide ise faiz politikası talebi baskılama

işlevini yerine getirmeyebilir. Yüksek faiz negatif tasarruflarla bir araya geldiğinde toplam talebi baskılamak yerine arttırabilir.

Türkiye'de izlenen yüksek faiz politikası negatif tasarruflarla birleştiğinde yoğun bir dış kaynak girişi ortaya çıkmaktadır. Bu tür yüksek faiz politikası izlenmesini haklılaştıran birçok neden ortaya konulabilir. Örneğin risk algılamasının Türkiye için yeterince düşmediği ileri sürülebilir. Ancak beklentilere göre nominal faiz politikasındaki uyumsuzluk Türkiye'de reel faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Gerek 2002–2006 Mayıs dönemi gerekse 2006 Mayıs sonrası dönemde izlenen faiz politikasının yönü bir birine zıt olsa bile ortak bir sonucu vardır. Bu sonuç reel faizleri yüksek tutmaktır. İzlenen yüksek faiz politikası ile hem enflasyon düşmüş hem de büyüme için gerekli kaynak sağlanmıştır. Yüksek faiz politikası ile yoğun dış kaynak girişi kurların baskılanmasına neden olmaktadır. Kurlar baskılanırken dış girdi kullanımının yoğunluğundan dolayı Türkiye'de enflasyon da düşmektedir. Bunun sonucunda reel getiriler/ faizler artar. Daha fazla yabancı kaynak ülkeye girer ve bu kaynaklar yatırım ve tüketime yönelir. Toplam talep artar. Eğer uzun dönem faiz oranını arttırıyorsa, diğer bir ifadeyle büyümede süreklilik sağlanabiliyor ise yüksek faiz aracı ile toplam talep kontrol edilemez. Yüksek sermaye girişinin olduğu dönemlerde önemli ölçüde hızlı büyüyen Türkiye ekonomisi, bu kabullenimi (bakınız tablo 2'nin son satırına) doğrulamaktadır. Sonuç olarak TCMB tarafından toplam talebi baskılamak için kullanılan faizleri yükseltme politikası, dış kaynak girişini cazip kılarak toplam talebi arttırmaktadır. TCMB dış kaynak girişi nedeniyle değerlenen YTL (TL) yüzünden göreceli olarak düşen enflasyon ile kısa vadede rahatlasa bile uzun vade de enflasyon hedefine ulaşmayı zorlaştıracak olumsuzlukların (en başta geleni bozulan ödemeler dengesi, krizlere hassas bir ekonomik yapı) ortaya çıkmasına da neden olmaktadır. TCMB enflasyonla mücadele de başarılı olmak istiyorsa reel faizleri düşürmek ve dış âlemle olan getiri farkını azaltmak zorundadır. TCMB faizleri düşürdüğü ölçüde toplam talebi baskılayabilecektir. Söz konusu hipotez uygulanan politikalara ters bir politik çıkarsama oluştursa da Türkiye ekonomisi için rasyonel bir ekonomik politika önerisidir.

Son Notlar

¹Dışa açık bir ekonomide (1) nolu denklem

$$\frac{y}{y^n} = \frac{y_0}{y^n} - b[(i - i_F) - \pi^e] + u \quad \text{şeklinde}$$

kurgulanması gerekirdi. i_F dış alem faiz düzeyini göstermektedir. Kolaylık sağlanması için dış alem faiz düzeyi $i_F = 0$ olarak alınmıştır. Bu varsayım günümüzün uluslar arası finans koşullarına uygundur. Dolayısıyla (1) nolu denklem dışa açık bir ekonomide toplam talep fonksiyonunda da temsil etmektedir.

²TCMB tahminidir.

Kaynakça

- BAYDUR, Cem Mehmet, (2001), *Kamu Borç Stokunun Artışında Yüksek Reel Faizlerin ve Bankacılık Sektöründeki Oligopolcü Yapının Rolü*, İstanbul Üniversitesi Sos. Bil. Ens. Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- BAYDUR, (2006-a), “*Türkish Style Capital Accumulation: The Period Of 1985-2004*”, *Forthcoming*
- BAYDUR, (2006-b), “*Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Politikası: Doğru mu ? Yanlış mı?*”, *Ekonomik Yorumlar*, Sayı: 506.
- IMF, September 2006, *Global Financial Stability Report: Markets Developments and Issues*, [www.imf.org/ external/ Pubs/ FT/ GFSR/ 2006/02/ index.htm](http://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFSR/2006/02/index.htm), (27-09-2006).
- İNSEL, Aysu ve Nesrin SUNGUR, (2003), “*Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği -1989:III-1999*”, <http://www.tek.org.tr/toplantı.php>, (15-09-2006).
- KAZGAN, Gülten, (1999), *Tanzimattan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*, Altın Kitaplar, İstanbul.
- TAYLOR, Lance, (1983), *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for Third World*, Publishers, Basic Books, Inc., New-York.
- TÜREL, Oktar, (2004), “*Döviz Kuru, Cari Açık ve Reel Ekonomi*”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışmalı Toplantı*, <http://www.tek.org.tr/toplantı.php>
- TCMB, 2006-III, *Enflasyon Raporu*.
- TCMB, 2006-Haziran, *Finansal İstikrar Raporu*.
- WALSH, C., (2002), “*Teaching Inflation Targeting*”, (Çevirimiçi) <http://www.cats.ucsc.edu.>, (10 Ocak 2006).