

# tepav

## EKONOMİNİN SEYİR DEFTERİ

---

*Büyüme, Enflasyon, İşsizlik ve  
Faiz Politikası*

Altıncı Kayıt

*Fatih ÖZATAY  
Aralık 2019*

---

## I. Giriş

Merkez Bankası'nın faiz kararını alacağı her toplantı yaklaştığında enflasyon ve işsizlik sözcüklerini sık sık duyuyoruz. "Tamam, enflasyon da önemli ama işsizlik oranı çok yüksek. Politika faizi düşürülmezse işsizlik yüksek düzeylerde kalmaya devam eder" şeklinde özetlenebilecek bir sav ileri sürülüyor genellikle.<sup>1</sup> Bu görüşün temelinde, Türkiye'de enflasyonla işsizlik arasında ters bir ilişkinin bulunduğu ön kabulü yatıyor. Farklı bir ifadeyle, düşük enflasyona yüksek işsizlik oranının, yüksek enflasyona ise düşük işsizlik oranının karşı geldiği bir ilişki. Kimi zaman bu savdaki 'işsizlik yüksek' değerlendirmesi yerini 'büyüme düşük' ibaresine terk ediyor. Bu durumda, büyüme ile enflasyonun arasında aynı yönde bağıntı olduğu iddia ediliyor. Düşük enflasyon ile düşük büyümenin, yüksek enflasyon ile de yüksek büyümenin gerçekleşeceği belirtiliyor.

Enflasyon ile işsizlik ya da enflasyon ile büyüme arasında Türkiye ekonomisi için olduğu söylenen ilişkilerin bir kuramsal alt yapısı var. Oysa Türkiye ekonomisinde gözlenen ilişkiler ileri sürülenlerin tam tersi yönde. Kuramda mı bir yanlışlık var? Hayır. Her kuram bir varsayımlar setine dayanır. Sorun bu savları ileri sürenlerin bu varsayımlara gözlerini kapamaları ve her koşul altında savlanan ilişkilerin geçerli olduğu yanlışına düşmeleri. İleri sürülen ilişkilerin geçerli olacağı koşullar var olmayacağı koşullar var. Mesela, ekonomisi kırılğan olan bir ülkede, kırılğanlığın kaynağı bilanço zafiyetlerinden kaynaklanıyorsa, bu ilişkiler geçerli olmayabilir. Bu rapor, bu koşullar altında faiz politikası tartışmasının sığ bir tartışma olduğuna dikkat çekiyor. Önemli olanın, ileri sürülen ilişkilerin gözleneceği, yani risk algılamasının çok düşük olduğu 'normal' bir ekonomi oluşturmak olduğunu vurguluyor.

İzleyen bölümde işsizlik enflasyon ilişkisi basit bir kuramsal çerçevede ele alınıyor. Üçüncü bölüm, Türkiye'de işsizlik ve enflasyon arasında gözlenen ilişki üzerine. Dördüncü bölümde büyüme ve enflasyon bağıntısı tartışılıyor ve Türkiye'ye ilişkin gözlemlere yer veriliyor. Beşinci bölümde ise bu ilişkiler çerçevesinde faiz politikası tartışılıyor. Son bölümde kısa bir değerlendirme var.

## II. İşsizlik ve enflasyon

1958 yılında yayınlanan bir makalede, A. W. Phillips İngiltere'de 1861-1957 döneminde enflasyon ile işsizlik arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğunu gösteriyor. Bu bağıntı, 'Phillips ilişkisi' olarak adlandırılıyor. Birkaç yıl sonra aynı ilişkinin 1900-1960 döneminde ABD'de de gözlemlendiği kanıtlanıyor. İktisat bölümlerinde birinci ve ikinci sınıfta verilen makroiktisat derslerinde, gözlenen bu bağıntının kuramsal nedeni kısaca şöyle anlatılıyor:

<sup>1</sup> Biraz uç bir yorumla "mevzubahis olan büyümeyle enflasyon teferruatı" şeklinde de özetlenebilir bu görüş.

Şirketler fiyatlarını belirlerken maliyetlerinin üzerine bir kâr oranı koyuyorlar. Maliyetlerinin önemli bir kısmının ücretlerden oluştuğunu düşünelim. Bu durumda bir şirketin fiyatını ücret düzeyi ve kâr oranı belirleyecek. Ücret ya da kâr oranı arttıkça fiyat artacak. Bu ilk denklem.

İkinci denklem ise ücret, fiyat bekleyişi ve işsizlik oranı arasındaki ilişkiyi gösteriyor. Şöyle: Çalışanların bir miktar pazarlık gücü olduğu kabul ediliyor. İşsizlik oranı ne kadar düşükse çalışanın pazarlık gücü o kadar yüksek. Zira işsizlik oranının düşük olduğu bir dönemde işgücü talebi ve istihdam o denli yüksek oluyor (işgücüne katılım oranının fazla değişmediğini düşünelim). Pazarlık gücü arttıkça ücret de artıyor. Ayrıca, ücretler belirlenirken, bu ücretin geçerli olacağı sözleşme dönemindeki fiyatlar genel düzeyinin ne olabileceğine dair bir bekleyiş oluşturuluyor. Çalışan, tüketim sepetinin fiyatının ne kadar yüksek değer alacağını düşünüyorsa, sözleşme döneminde satın alma gücünü korumak için o kadar yüksek ücret istiyor. Bu durumda, yüksek fiyat bekleyişine ve düşük işsizlik oranına yüksek ücret karşı geliyor. Bu da ikinci denklem.

İkinci denklemden ücreti alıp ilk denklemde yerine koyarsak, herhangi bir dönemdeki fiyatın, ileride gerçekleşmesi beklenen fiyat düzeyi, kâr oranı ve işsizlik oranı tarafından belirlendiğini buluruz. Kâr oranının kısa dönemde değişmediğini düşünelim. Bu durumda, fiyat, beklenen fiyat ve işsizlik oranı tarafından belirlenecek. Her şirket böyle davranıyorsa bu fiyat denklemi, fiyatlar genel düzeyi açısından geçerli olacak. Fiyatlar genel düzeyine alışık olduğumuz biçimde tüketici fiyatı diyelim. Artık yazının başındaki ilişkiye ulaşmak için iki adımımız kaldı. İlk olarak, ulaştığımız denklemi çok basit bir matematiksel işlemde geçirirsek, tüketici enflasyonunun enflasyon bekleyişleri ve işsizlik oranı tarafından (ve dışarıda bırakılan sabit kabul edilebilecek bir dizi faktör tarafından) belirlendiğini görürüz. Phillips'in saptadığı ilişkide enflasyon bekleyişleri yok; enflasyon ile işsizlik oranı var. Zira o dönemde İngiltere'de enflasyon çok değişmiyor. Bu durumda, enflasyon bekleyişleri sabit olarak alınabilir ve denklem sadece enflasyonla işsizlik oranı arasındaki ilişkiye dönüşür. Bu da ikinci adım.

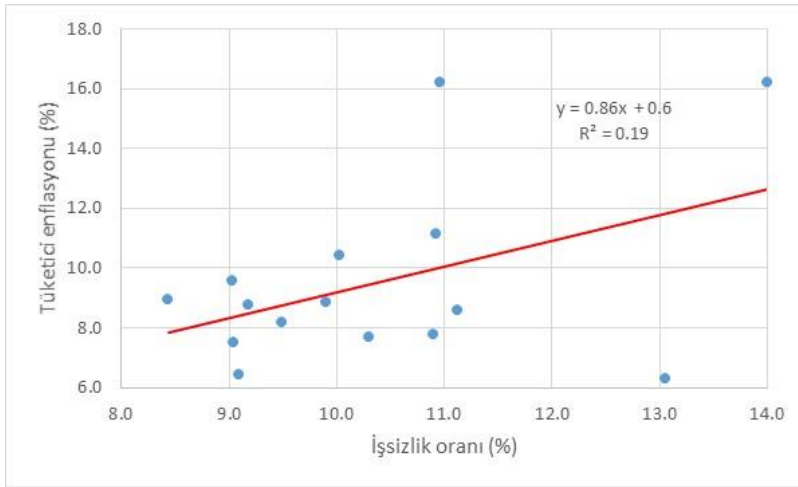
Daha güncel verileri kullanan çalışmalarda ABD için enflasyon ile işsizlik oranı arasındaki ilişkinin ortadan kalktığı saptanıyor. Mesela 1970-2014 arasında böyle bir ilişki gözlenmiyor. Yerine, bu yılın enflasyonu ile bir önceki yılın enflasyonu arasındaki fark ile işsizlik oranı arasında ters yönlü bir ilişki bulunuyor. Az önce ulaştığımız denklem açısından ele alındığında, beklenen enflasyon bir dönem öncenin gerçekleşen enflasyonu ile temsil ediliyor. Kısacası, bu ilişki enflasyonun bir yıl öncesine kıyasla daha düşük bir düzeyde gerçekleşmesi halinde işsizlik oranının yüksek olacağını ifade ediyor. Elbette, 1970 sonrası ABD ekonomisi için.

Genellersem, bu ilişki geçerli ise, bu yılın işsizlik oranı ne kadar yüksekse, bu yılın enflasyon oranı geçen yıl bu yıl için beklediğim enflasyon oranından o kadar düşük olacak. Enflasyon, beklenenin altına düşecek. Ters de geçerli: Bu yılın işsizlik oranı ne kadar düşükse, bu yılın enflasyonu beklenen enflasyonun o kadar üzerine çıkacak. Arka planda çalışan mekanizma, bu bölümün başında özetlediğim fiyat ve ücret belirleme mekanizması.

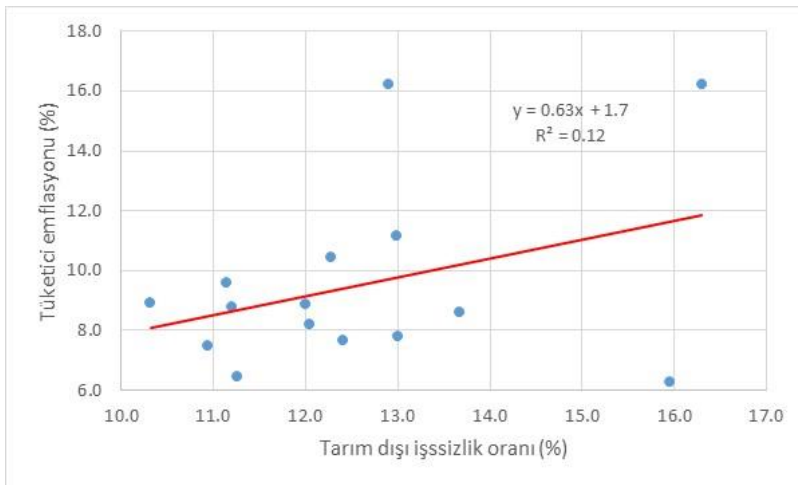
### III. Türkiye’de Phillips ilişkisi var mı?

Önce orijinal Phillips ilişkisinin –enflasyon ile işsizlik oranı arasındaki ters ilişkinin- ne ölçüde geçerli olduğuna bakacağım. Bu ilişki araştırılırken dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta var. Şu: Türkiye’de işsizlik oranı hesaplamalarında kullanılan yöntem bazı değişikliklere uğradı. Aynı yöntemle hesaplanan işsizlik oranına bakmak gerekiyor. Bu nedenle 2005-2019 dönemini ele alıyorum. Grafik 1’de söz konusu dönemde gerçekleşen tüketici enflasyonu dikey eksende, işsizlik oranı ise yatay eksende ölçülüyor.

**Grafik 1. Orijinal Phillips ilişkisi: 2005-2019: Tüketici enflasyonu ve işsizlik oranı.**



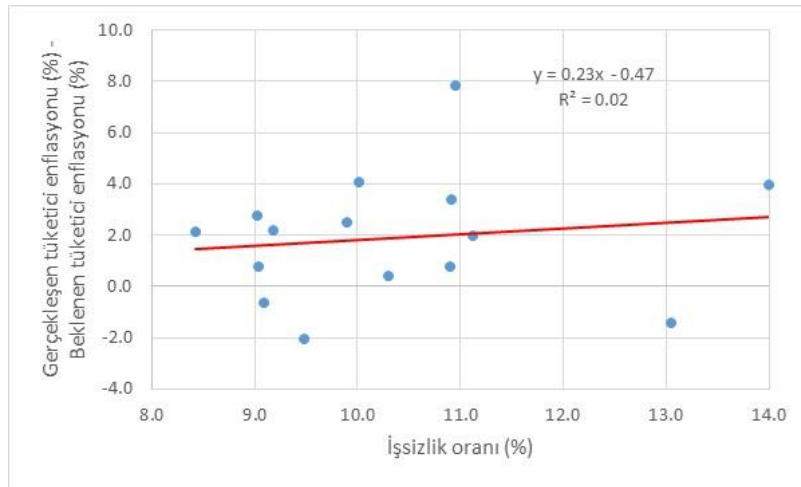
**Grafik 2. Orijinal Phillips ilişkisi: 2005-2019: Tüketici enflasyonu ve tarım dışı işsizlik oranı.**



Bırakın ters ilişkiyi, ikisi arasında olsa olsa aynı yönlü bir ilişki dikkat çekiyor. Dönemi 2005-2018 yapsaydım, yukarıya doğru eğimli doğrunun eğimi azalacaktı. Dolayısıyla, ele alınan dönemde işsizlik oranı ile enflasyon arasında bir ilişki gözlenmediğini rahatlıkla söyleyebilirim. İlla bir ilişki aranıyorsa, aynı yönlü bu ilişki.<sup>2</sup> Peki, genel işsizlik oranı yerine tarım dışı işsizlik oranını ele alırsam bir değişiklik olacak mı? Hayır, bir değişiklik yok (Grafik 2).

Nedense, “mevzubahis olan büyüme enflasyon teferruatı” görüşündekiler orijinal Phillips ilişkisinin pek dışına çıkmıyorlar. Oysa yukarıda değinildiği gibi orijinal ilişki (denklem) mutasyona uğradı: Artık daha önemli olan, işsizlik oranı ile enflasyon ve beklenen enflasyon arasındaki farkın ilişkisi. Grafik 3’te 2005-2019 dönemi için bu bağıntı gösteriliyor. Bu sefer dikey eksen, gerçekleşen tüketici enflasyonunun, o yıl için beklenen enflasyondan (on iki ay önce oluşturuluyor) ne kadar saptığı gösteriliyor. Yatay eksen ise işsizlik oranı yer alıyor. Değişen bir şey yok. Her iki değişken arasında ters yönlü bir ilişki söz konusu değil. Olsa olsa, çok zayıf ve aynı yönlü bir ilişki var. İstatistiki olarak doğrusu şu: İki değişken arasında bir ilişki yok.

**Grafik 3. Phillips ilişkisi: 2005-2019: Tüketici enflasyonu ile beklenen enflasyon arasındaki fark ve işsizlik oranı.**



Kıssadan hisse şu: 2005-2019 döneminde Türkiye ekonomisinde “tamam, enflasyonu düşürelim ama işsizlik ne olacak?” savını haklı çıkaracak bir Phillips ilişkisi gözlenmiyor. Ama dikkat: Ele alınan dönemde böyle bir ilişki olmaması, ileride olmayacağı anlamına gelmiyor. Mesela, enflasyonun kalıcı olarak yüzde 3-4 arasına düştüğü ve Türkiye’ye ilişkin risk algılamasının yok

<sup>2</sup> Her iki değişkenin de yıllık ortalama değerlerini alıyorum. 2019 yılının ilk on bir ayının enflasyon ve ilk sekiz ayının işsizlik oranı verileri var. 2019’un ortalama enflasyon oranını %16.2, işsizlik oranını ise yüzde 14 olarak aldım. Daha yüksek frekanstaki veri yerine yıllık veri kullanmamın nedeni ders kitaplarında böyle yapılması. Alışık olanlara ters gelmemesi için bu geleneğe uydum. Frekansı yükseltseydim de bir şey değişmeyecekti.

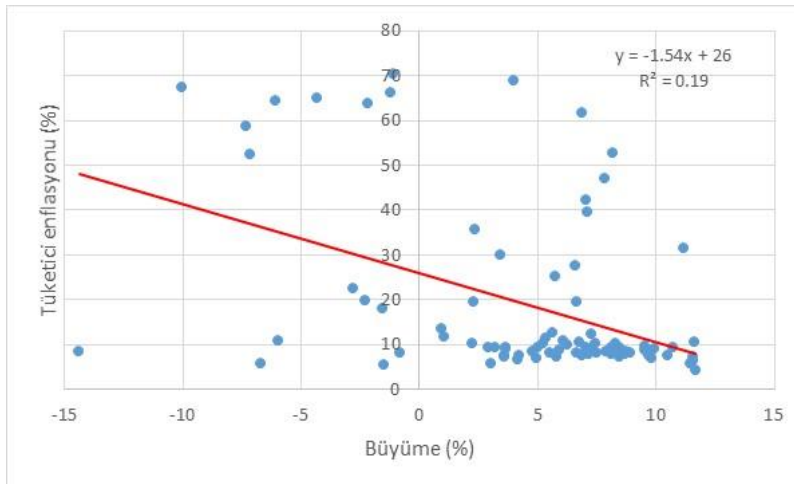
denecek bir düzeye gerilediği bir dönemde bu tür bir ilişki gözlenebilir; ama bundan emin olamayız. Önemli olan, son on beş yıllık dönemde ileri sürülen ilişkinin gözlenmiyor olması.

#### IV. Büyüme ve enflasyon

İşsizlik oranı ile enflasyonun beklenen enflasyondan sapması arasındaki kuramsal ilişkiyi büyüme ile enflasyonun beklenen enflasyondan sapması arasındaki ilişkiye dönüştürebiliriz. Bu sefer aralarında aynı yönlü bir bağıntı olması beklenir. Yine iktisada giriş düzeyindeki kitaplardaki gibi ifade edersem, bir önceki bölümde özetlenen ilişkiler çerçevesinde şöyle: Ekonomi yüksek bir oranda büyürken işgücü talebi giderek artıyor. İşsizlik oranı azalıyor. Bu, çalışanların rekabet gücünün yükselmesi ve dolayısıyla ücretlere yukarıya doğru baskı demek. Ayrıca, yüksek bir oranda büyüme, talebin de yüksek olduğu ve dolayısıyla şirketlerin kâr oranlarını rahatlıkla artırebilecekleri anlamına geliyor. Her iki nedenle de enflasyon artacaktır.<sup>3</sup>

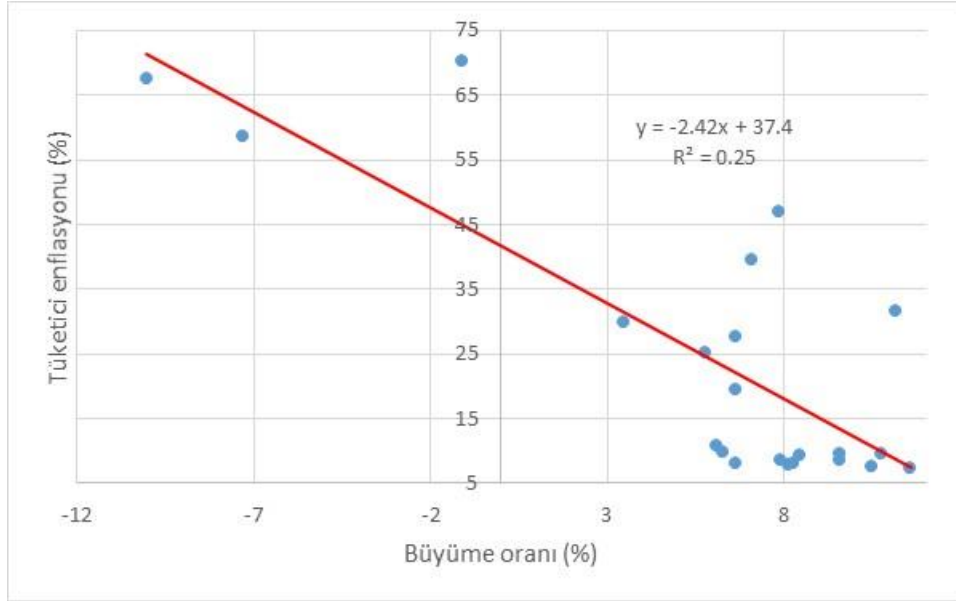
Peki, Türkiye’de yüksek büyüme oranı yüksek enflasyon, düşük büyüme oranı ise düşük enflasyon anlamına mı geliyor? Farklı bir ifadeyle, büyüme oranı ile enflasyon arasında hep ileri sürüldüğü gibi aynı yönlü bir ilişki mi var? Önce, 1999’un ilk çeyreği (1999Ç1) ile 2019’un üçüncü çeyreği (2019Ç3) arasındaki dönemi ele alıyorum (Grafik 4). Sonuç, tıpkı Phillips ilişkisinde olduğu gibi. Daha doğrusu, ‘olmaması gerektiği’ gibi: Yüksek büyümeye düşük enflasyon, düşük büyümeye yüksek enflasyon karşı geliyor. Dikkat edilirse grafiğin sağ alt tarafında bir kümelenme var. Uyandırdığı soru şu: Dönemi değiştirirsek elde edilen ilişki değişir mi?

**Grafik 4. Tüketici enflasyonu ile GSYH büyümesi arasındaki ilişki: 1999Ç1 – 2019Ç3.**

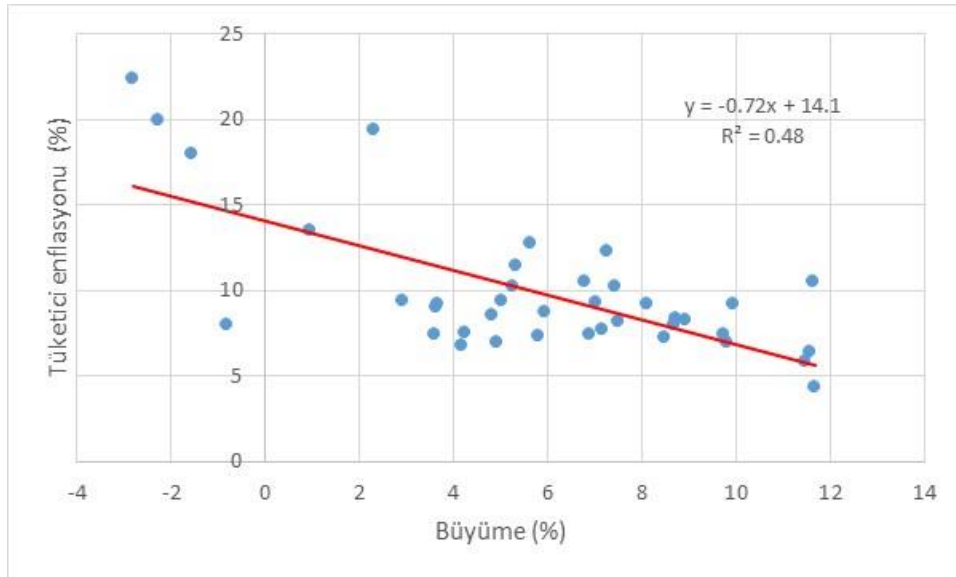


<sup>3</sup> Hem bir önceki bölümdeki Phillips ilişkisini hem de üretim-büyüme ilişkisini doğal değerleri de işin içine katarak ifade etmek mümkün. Doğal değerleri de işin içine katsaydım elde edilecek sonuç değişmeyecekti.

**Grafik 5. Tüketici enflasyonu ile GSYH büyümesi arasındaki ilişki: 2001Ç3 – 2006Ç4.**



**Grafik 6. Tüketici enflasyonu ile GSYH büyümesi arasındaki ilişki: 2010Ç1 – 2019Ç3.**



Bu soruyu yanıtlamak için iki alt dönemi ele alıyorum: 2001 krizi sonrasında uygulanmaya başlanan ekonomik programın uygulanma dönemi: 2001Ç3-2006Ç4 (Grafik 5). İkincisi ise küresel kriz sonrasında günümüze kadar olan dönem: 2010Ç1-2019Ç3 (Grafik 6). Grafiklerden elde

edilen mesaj çok açık: Her iki değişken arasında oldukça belirgin bir ters ilişki söz konusu. Tıpkı 1999-2019 döneminde olduğu gibi.

## **V. Faiz bu işin neresinde?**

Yazının girişinde Merkez Bankası'nın politika faizi kararını alacağı her toplantıdan önce işsizlik-enflasyon ve büyüme-enflasyon ilişkilerinin gündeme getirildiğini ve "ama büyümemiz gerekiyor ya da işsizlikte düşme de lazım" görüşünün, farklı bir ifadeyle "biraz enflasyondan bir zarar gelmez" savının sıkça dile getirildiğinden söz ettim. Yukarıda gösterdiğim ilişkiler, enflasyon ile işsizlik, büyüme ile de enflasyon arasında olduğu "zannedilen" ve bu savlara temel oluşturan ilişkilerin Türkiye ekonomisinde gözlenmediğinin açık bir kanıtı. Peki, ne oluyor; neden ileri sürülen ilişkiler Türkiye ekonomisinde gözlenmiyor?

Bu önemli sorunun yanıtına geçmeden önce ileri sürülen savların faiz politikasına ilişkin kısmına geliyorum. "Mevzubahis olan büyümeyle enflasyon teferruatı" savının faiz politikası açısından ima ettiği şu: "Büyüme oranı düşükse, enflasyon hedefinin çok üzerinde olsa bile, Merkez Bankası'nın enflasyonun hedeften sapmasını sineye çekecek şekilde faiz politikasını oluşturması gerekir. Kısacası, faizi yükseltmemesi, 'mecburen' yükselttiyse de -yani kur hızla yükseldiği için faizi artırmak zorunda kaldıysa da- hızla düşürmesi gerekir. Öyle ya, faiz yeteri hızla düşürülürse, mevduat ve kredi faizleri düşecek, lira da reel olarak bir miktar değer kaybedecektir. Bunlar, daha fazla tüketim, yatırım ve ihracat anlamına gelecektir. O zaman büyüme de artar."

İlk bakışta bir sorun yok gibi bu görüşte. Oysa risk algılamasının yüksek olduğu bir ülkede bu görüş yanlış ve çok zararlı ekonomi politikası tavsiyelerine yol açma potansiyeli taşıyor. Bunu daha iyi anlamak için 2001 krizi sonrasına gitmek gerekiyor. Kamu bankalarını kurtarma operasyonu sonucunda kamu borcunun milli gelire oranı kriz sonrasında o zamanki milli gelirin yüzde 100'üne yaklaştı. Bu, Türkiye gibi ülkelerin hepsi açısından çok yüksek bir orandı ve doğal olarak borcun sürdürülemez olduğu, eninde sonunda devletin borçlarını ödeyemeyeceği kanısına yol açtı. Bu kanının oluşmasında elbette kriz öncesinde uygulanan 'artış hızı sabit ve önceden açıklanan' kur rejiminin çökmesinin, kurumların kredibilitelerini kaybetmelerinin ve ekonominin derin bir krize girmesinin rolü vardı. Sıçrayan risk primi nedeniyle kamunun reel borçlanma faizi görülmemiş düzeylere çıktı. Her gün uluslararası finans merkezlerinden Türkiye ekonomisindeki krizin daha da derinleşeceğine dair raporlar yağmaya başladı. Uygulamaya konulan IMF destekli istikrar ve yapısal dönüşüm programına rağmen yaşandı bunlar.

Ekonominin derin bir resesyona girmesine karşın, Türkiye'nin maliye politikasını sıkılaştırmaktan başka bir çaresi yoktu. Bu nedenle, açıklanan program GSYH'ye oranla %6.5 gibi bir faiz dışı bütçe fazlası hedefledi. Dünya ölçeğinde çok yüksek bir faiz dışı fazla hedefiydi bu. Temel nedeni şuydu: Türkiye'nin risk priminin çok yüksek olmasının, yani reel faizin çok yüksek olmasının temel nedeni sıçrayan kamu borcu ve kredibilite erozyonuydu. Kamu borcundaki artış eğilimini geri çevirmenin tek yolu faiz dışı bütçe fazlası vermektir. Böylelikle, uygulanan ekonomi programının



diğer ögeleri ile birlikte (sıkı para politikası, bankacılık reformu ve bazı yapısal reformlar) beklenen, hem uygulanan programa yönelik kredibilitenin artması hem de risk primi ile faizlerin düşmesi idi. Bu yolla tüketim ve yatırım harcamalarının kademeli bir biçimde artması hedefleniyordu. Böylelikle, kamu harcamalarındaki azalmanın iç talepte yaratacağı düşüşü, özel tüketim ve yatırım harcamalarında oluşacak artışın fazlasıyla telafi etmesi umuluyordu. Aynı ortamda lira cinsinden mali varlıklara olan güvenin artması da bekleneceğinden, zamanla liranın değerlendirilmesi söz konusu olacaktı. Sıkı maliye ve para politikası bir yandan, bir miktar değerlendirilen lira öte yandan enflasyonun düşmesi doğal bir sonuçtu. Kısacası, büyüme artarken enflasyonun düşmesi, elbette dış koşullarda bir bozulma olmaması halinde, pekâlâ mümkündür.

Öyle de oldu. Üstelik ilerleyen dönemlerde programın ciddiyetle sürdürülmesi ve AB sürecinin rayına girmesiyle, yukarıda özetlenen mekanizma daha kuvvetli bir biçimde çalıştı. Büyüme oldukça yüksek oldu, enflasyon hızla düştü. Aynı dönemde hem reel faiz hem kamu borcu hem de Türkiye'nin risk primi düştü (Tablo 1). Dileyen, 2001'in ikinci yarısında ve 2002'de yayınlanan Merkez Bankası duyurularını okuyarak, Merkez Bankası'nın o dönemde uygulanan programdan sapılmamasının ne denli önemli olduğuna sayısız defa dikkat çektiğini görebilir. Zaman o duyurularda ileri sürülen görüşleri haklı çıkardı.

**Tablo 1. 2001-2005 döneminde Türkiye ekonomisi (%)**

	2001	2002	2003	2004	2005
Enflasyon	68.5	29.7	18.4	9.4	7.7
Büyüme	-6.0	6.4	5.6	9.6	9.0
Özel kesim yatırım artışı	-32.9	16.9	23.7	36.1	16.2
Risk primi (EMBI, baz puan)	889	761	628	354	273
Hazine gösterge faizi	70.1	55.7	25.5	20.3	13.8
Toplam dış borç / GSYH	56.5	54.8	45.9	40.0	34.2
Özel kesim dış borcu / GSYH	21.0	18.2	15.6	15.9	17.0
Merkezi yönetim borcu / GSYH	72.5	67.5	60.5	54.9	49.3
Merkezi yönetim bütçe dengesi / GSYH	-11.6	-11.2	-8.6	-5.0	-1.0

Not: Enflasyon ve Hazine gösterge faizi yılsonu, risk primi ise yıllık ortalamadır.

Bu aşamada, Aralık 2002'de yayınlanan bir çalışmadan söz etmem gerekiyor (Akçay, Alper ve Yılmaz, 2002). Girişinde şöyle deniliyor: "...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... Bu rakam, ele alınan son 15 yıllık dönem içinde, üç aylık büyüme rakamlarının ortalamasının üzerinde seyrettiği dönemlerde, eşanlı olarak enflasyon rakamlarının ortalamasının altında seyrettiğini

*göstermesi açısından enflasyon büyüme tartışmalarına irdelenmesi zorunlu bir boyut katmaktadır.” Çalışmada daha sonra yukarıda özetlediğim çerçeve test ediliyor. Ulaşılan sonuç şöyle belirtiliyor: “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.”*

2002-2006 deneyimimiz bir yandan, sözünü ettiğim Merkez Bankası açıklamaları ile Akçay, Alper ve Yılmaz (2002)’nin bulguları diğer yandan, geldiğimiz entelektüel seviye iç acıtıcı. Bunca deneyime, gözlenen ilişkiye ve akademik bulguya karşın “mevzubahis olan büyümeyle enflasyon teferruatı” hala çok yaygın bir görüş. Bu kafa karışıklığının arkasındaki temel neden, risk priminin yüksek olduğu bir ekonomide standart ders kitaplarından elde edilen bilgilerin (ezberlerin de denebilir) son derece yetersiz kalması. Bu ezberler, ne faiz düşerken liranın değerlendirilmesini açıklayabilir ne de enflasyon düşerken büyümenin yüksek seyretmesini. Oysa daha gelişmiş iktisat yazınında bu gözlemlere ilişkin kuramsal açıklamalar elbette mevcut. Ne yazık ki, anlaşılan, ezber sahiplerinin bu açıklamalardan haberleri yok. “Bu, ezber sahiplerinin sorunu, bize ne” denilip geçirilecek bir durumla karşı karşıya değiliz. Olsaydı bu rapora da gerek yoktu. Oysa bu tür ezberler çok yaygın ve yanlış iktisat politikası tavsiyesine yol açıyorlar. Yanlış iktisat politikası tavsiyesinden muradım, faiz politikasının şöyle ya da böyle olmasının tavsiye edilmesinden çok, risk priminin yüksek olduğu bir ekonomide sadece Merkez Bankası’nın faiz politikası ile büyüme ya da enflasyon açısından arzu edilen sonuçlara ulaşılmasının neredeyse olanaksız olmasının göz ardı edilmesi.

Günümüze gelelim. Şu sıralarda bir yıl öncesine kıyasla bir miktar düşmüş olmasına karşın halen Türkiye’nin risk primi çok yüksek. Yükselen piyasa ekonomileri arasında Arjantin’den sonra en yüksek risk primi bize ait: Bu satırların yazıldığı sırada risk primimiz (CDS ile ölçülen) 320 baz puanı. Oysa aynı gruptaki ülkelerin çoğunda 50 baz puan kadar bu prim. Bu önemli fark nereden kaynaklanıyor? Jeopolitik nedenleri var: Suriye, ABD-Türkiye ilişkileri, Doğu Akdeniz. Risk primimizde son zamanlardaki düşmenin nedeni büyük ölçüde, özellikle ilk iki sorunda yenilerde gözlenen görece yumuşama.

Ama riskimizin yüksek olmasının bize özgü nedenleri de var. Ekonomimiz kırılğan. Bu kırılğanlığın ölçüsünü Rahip Brunson krizi sırasında anladık. Temel nedeni, döviz cinsinden yükümlülüklerimizin döviz cinsinden alacaklarımıza kıyasla oldukça yüksek olması. Rahip Brunson krizi öncesindeki birkaç yıllık dönemde, her yıl vadesi gelen ve dolayısıyla ödemedemiz dış borcumuz ile cari işlemler açığı nedeniyle bulmamız gerek döviz miktarı yaklaşık 220 milyar dolar kadardı. Bize bu döviz sağlayacak olanların (yeniden borç verecek olanların) Türkiye’ye ilişkin risk algılamasını artıracak her gelişme, daha az döviz temin etmemiz, dolayısıyla daha yüksek kur demektir. Aynı koşullar altında, lira cinsinden mali varlıklara olan talebin de düşmesi beklenirdi. Talebi düşen bir mali varlığın fiyatı düşüp faizi yükseleceğine göre, yüksek kur ve yüksek faiz bir arada gözlenecekti. Öyle de oldu. Bu koşullar altında, döviz cinsinden borcu olup

da yeteri kadar döviz gelinine sahip olmayanlar faaliyet hacimlerini düşürmek zorunda kaldılar. İşçi çıkardılar. Bankalara borçlarını ödemekte zorlandılar. Bankalar, zayıflayan şirket bilançoları ve dış kaynak bulmanın zorlaşması nedenleriyle kredi musluklarını kısmak zorunda kaldılar. Bir yandan artan faizler ve kur diğer yandan artan işsizlik nedeniyle talep bıçak gibi kesildi. Şirketler daha da zor durumda kaldılar. Tekrar işçi çıkardılar. Bankalara borçlarını ödemekte zorlandılar. Ekonomimiz küçüldü. Kısacası, olumsuz bir sarmala girdi Türkiye ekonomisi.

Evet, şu sıralarda bir yıllık bir dönemde bulmamız gereken döviz miktarı artık 220 milyar dolar değil. Zira küçülen ekonomimiz nedeniyle cari açığımız kapandı. Yine de 170 milyar dolar kadar vadesi gelen dış borcumuz var. Kamu bankalarının hızlı kredi genişlemesi, artan kamu tüketimi ve ihracatın olumlu katkılarıyla ekonomimiz toparlanmaya başladı. Bu nedenle cari açığımız kademeli olarak artacak. Farklı bir ifadeyle, bulmamız gereken döviz miktarı bu düzeyin üzerine çıkacak. Ekonomik toparlanmanın sürdürülebilirliği –ki ayrı bir raporda ele almak gerekiyor– toparlanmayı sağlayan unsurlar nedeniyle şüpheli. Hala özel kesim yatırımlarında dipten bir dönüş yok. Tüm bunlar Türkiye ekonomisinin kırılganlığının sürdüğünü gösteriyor.

Bu koşullar altında Türkiye'nin ihtiyacı olan ekonomik program, kırılganlık düzeyini en aza indirerek risk algılamasını ortadan kaldıracak bir program.<sup>4</sup> Olmayan ilişkilere dayanarak “büyüme de lazım” savı böyle bir gereksinimi kavramaktan çok uzak. Bu nedenle de odaklanılan ekonomi politikası, Merkez Bankası'nın politika faizinin şu ya da bu düzeyde olması gerektiği sığılığında kurtulamıyor. Elbette, politika faizi tartışmaları da önemli. Ama bir şartla: Her şeyi yerli yerine oturtturarak. Olmayan ilişkiler varmış gibi yaparak değil.

## **VI. Değerlendirme**

İşsizlik ile enflasyon ve büyüme ile de enflasyon arasında olduğu kabul edilen ilişkiler var: İlk ikili arasında ters yönlü, ikinci ikili arasında ise aynı yönlü. Bu kabulün kuramsal arka planı da var. Bu çerçeveden hareketle Türkiye ekonomisi için “mevzubahis olan büyümeyle enflasyon teferruatı” mealinde görüşleri sıkça duyuyoruz. Sadece görüş belirtmekte kalınmıyor, iktisat politikası tavsiyesinde de bulunuluyor. İktisat politikası ise para politikasına indirgeniyor. Sıklıkla faiz politikası tartışılıyor. Kimi zaman “mali disiplinde şart” benzeri çeşniler de katılıyor.

Oysa Türkiye ekonomisinde enflasyon-işsizlik ve büyüme-enflasyon arasında gözlenen ilişkiler ileri sürülenlerin tam tersi yönde. Kuramda mı bir yanlışlık var? Hayır. Her kuram bir varsayımlar setine dayanır. Sorun bu savları ileri sürenlerin bu varsayımlara gözlerini kapamaları ve her koşul altında savlanan ilişkilerin geçerli olduğu yanışına düşmeleri. İleri sürülen ilişkilerin geçerli olacağı koşullar var olmayacağı koşullar var. Mesela, ekonomisi kırılgan olan bir ülkede, kırılganlığın kaynağı yüksek kamu borcu ya da bilanço zafiyetlerinden kaynaklanıyorsa, bu ilişkiler geçerli olmayabilir. Tıpkı 2001 krizi sonrasındaki Türkiye ya da 2018 ve sonrasındaki Türkiye gibi. Bu

<sup>4</sup> Böyle bir programın temel unsurlarını Özatay (2019)'da tartışmışım.

rapor, bu koşullar altında faiz politikası tartışmasının sığ bir tartışma olduğuna dikkat çekiyor. Önemli olanın, ileri sürülen ilişkilerin gözleneceği, yani risk algılamasının çok düşük olduğu 'normal' bir ekonomi oluşturmak olduğunu vurguluyor.

### **Kaynakça**

Akçay, C., Alper, E. ve K. Yılmaz (2002). Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri: Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi. TÜSİAD Raporu T-2012-12/341, İstanbul.

F. Özatay (2019). Resesyondan Nasıl Çıkarız? İleriye İlişkin Senaryolar. Ekonominin Seyir Defteri: Üçüncü Kayıt, TEPAV, Ankara.