

# EKONOMİ POLİTİK

Diğer EKONOMİ POLİTİK yazılarım için [tıklayınız.](#)

A. Erinç Yeldan,  
Kadir Has Üniversitesi  
[erinc.yeldan@khas.edu.tr](mailto:erinc.yeldan@khas.edu.tr)

3 Kasım 2021

## Merkez Bankaları Ne Yapmalı?

Geçtiğimiz hafta sonu, 2021'in son çeyreğine ait Enflasyon Raporu'nun tanıtımında TC Merkez Bankası Başkanı **Şahap Kavcıoğlu** enflasyonla mücadele üzerine yepyeni bir stratejiden söz etti: *cari işlemler dengesinde fazla vererek fiyat istikrarına ulaşmak...* Anlayabildiğimiz kadarıyla sözü edilen “stratejinin” ana kurgusu döviz kurunun yükseltilmesiyle birlikte dış piyasalarda rekabet avantajı yakalanacağını; böylelikle ihracatın artarak cari işlemler dengesinde verilmekte olan açığın geriletileceği beklentisine dayandırılmaktadır. Böylece ulusal ekonomimizde ciddi bir dış kırılma unsuru olan cari açık sorunu halledilecek, güven ve istikrar sağlanacak ve ülkemizin risk primi de geriletilmiş olacaktır. Bu kurgunun başarıya ulaşana dek –yani cari işlemler dengesi fazlaya dönünceye dek- ısrarla, sabırla uygulanması gereklidir.

Kavcıoğlu'nun biraz da mahcup tavırlarla, daldan dala atlayarak, tutarsızlıklarla dolu yaklaşımına katılmak mümkün değil. Nitekim, sayın başkanın konuşmasının ardından bir çok akademisyen ve araştırmacı da ihracatımızın ve genel olarak üretim yapımızın ithalata bağımlılığının yüksek olduğunu, dolayısıyla döviz kurundaki yükselmenin ithal girdi maliyetleri üzerinden yurt içi enflasyonu da kamçıldığını vurguladılar. Bunun ötesinde şirketler kesiminin 300 milyar doları aşan dış borçları ve Hazine'nin iç borçlarının neredeyse dörtte birinin döviz cinsinden oluşması nedeniyle, kurdaki hareketlenmenin şirketler kesiminin bilançolarına ve [kamu bütçe dengelerine son derece olumsuz](#) yansımakta olduğu gerçekleri de dile getirildi.

Reel üretkenlik kazanımlarına dayandırılmayan yapay kur rekabetinin ise bir avantaj değil, Türkiye'nin başta işgücü olmak üzere tüm ulusal varlıklarının değersizleştirilmesi ve yoksullaştırılması anlamına geleceğini de [geçen haftaki yazımızda](#) vurgulamış idik.

Ne var ki bu tavrımız *merkez bankalarının biricik görevi sadece ve sadece enflasyon hedeflemesidir* savının geçerliğini sorgulamamıza engel değil. Bu yazımda bir yandan da bu konuya açıklık getirmeyi amaçlamaktayım.

*Enflasyon hedeflemesi* kavramının kuramsal temellerinin Robert **Mundell** ve Marcus **Fleming** tarafından atılmış olduğu *imkansız üçleme* savına dayandığı iddia edilmekte. Buna göre bir ekonomide şu üç seçenekten ancak ikisi merkez bankası otoritesi tarafından seçilebilir; üçüncüsü “piyasalara” bırakılacaktır: (1) Uluslararası sermaye hareketleri serbest mi, kurallı mı (kontrol edilmiş) olacaktır?; (2) faiz düzeyi para politikası tarafından mı, yerel/küresel piyasalar tarafından mı belirlenecektir?; (3) Döviz kuru merkez bankasının mı belirlenecektir, yoksa piyasalarca serbest/esnek olarak belirlenmesine mi bırakılacaktır? Konunun umutsuz bir çıkmaza sürüklendiğini fark eden iktisatçılar, bir yandan da Katolik Kilisesinin öğretilerine dem vurarak, söz konusu seçeneksizliğe *kutsal olmayan üçleme (un-holy trinity)* ifadesiyle dramatik bir etki yaratmaktan da geri durmadılar.

Ancak, özellikle finans piyasaları yeterince derinleşmemiş, gelişmekte olan ekonomiler açısından gözlenen durum, sermaye hareketlerine sınırsız serbesti tanınan bir ulusal ekonomide merkez bankalarının artık ellerindeki istikrar araçlarını terk etmekte olduğu ve faiz ve döviz kurunun da artık seçilebilecek bir politika aracı olmaktan çıktığı gerçeği idi. Uluslararası sermaye hareketlerine açık bir ekonomide faiz oranı ve döviz kuru neredeyse bir birine bağlanıyor ve tek bir “finansal fiyata” dönüşüyordu. Bu “bağlı fiyat” *spekülatif finansal arbitraj* ya da *faiz paritesine dayalı döviz kuru dengesi* diye anılacak ve yerel merkez bankalarının uluslararası finans şebekesi karşısındaki *bağımlı* ve *edilgen* durumunu özetleyecekti.

Teknik formülasyonu merak edenler için:

$$\text{Net spekülatif arbitraj} = (1 + \text{faiz oranı}) / (1 + \text{döviz kuru aşınma oranı}) - 1$$

Sermaye hareketlerine açık bir ekonomide ulusal merkez bankalarının içine sürüklendiği bu açmaz Mundell-Fleming modelinin öngörülerini de pratikte geçersiz kılmaktaydı. Bu gerçek, merkez bankalarını yeni arayışlara sevk etti ve belki biraz da el yordamıyla ilk olarak Yeni Zelanda Merkez Bankası 1990'lar başında yepyeni bir duruş sergileyeceğini açıkladı: madem ki reel olarak aktif bir para ya da döviz kuru politikası uygulamaya olanak kalmamıştı, o halde merkez bankası enflasyonun ne düzeyde olacağını tahmin edip, öngörülerini kamu oyu ile paylaşmakla yoluna devam edebilirdi.

Bir bütün olarak “Enflasyon Hedeflemesi” (EH) diye anılan bu tür yeni-merkez bankacılığı para politikaları böylelikle uygulamaya konuldu. Dolayısıyla aslında *hedeflenen enflasyon değil, enflasyon öngörüsü* idi. Politikanın temel çıkış noktası sermaye hareketlerinin tam serbestisi altında artık merkez bankalarının geleneksel aktif para politikası uygulama olanağının kalmadığı tespiti idi. Nitekim sermaye hareketlerinin serbestisi altında eğer merkez bankası faiz oranını düşürerek genişleyici politikalar izlemeye çalışır ise ülkeden sermaye çıkışı baş gösterecek ve söz konusu politikalar başarısızlığa mahkum olacaktır. Benzer şekilde döviz kurunun da pahalılaştırılarak (yerli paranın değeri düşürülerek) izlenebilecek genişleyici ticaret politikaları gene uluslararası sermaye hareketlerince boşa çıkartılacaktır. Dolayısıyla, bu şartlar altında merkez bankaları artık tek bir görev üstlenmelidir: enflasyon öngörülerini kamuoyu ile (“piyasa aktörleriyle”) şeffaf olarak paylaşmak ve fiyat istikrarı dışında hiç bir ekonomik değişken ile ilgilenmemek. “Güven verici” (“*kredibilite sahibi*”) merkez bankacılığı ancak bu şekilde gerçekleşecektir.

Merkez bankaları da reel ekonomiyi etkileyecek kararlar peşinde koşmak yerine, sadece ve sadece fiyat istikrarını sağlamaya çalışmalı; döviz piyasalarını ise tamamen serbest bırakarak uluslararası piyasa “oyuncularının” spekülatif kararlarına terk etmelidir. Nitekim, burada “kamuoyu” diye kastedilen birimin de gerçekte “yerli ve uluslararası finans sermayesi” olduğu; “şeffaflık” sözcüğü ile kastedilen olgunun da aslında son derece gayri-demokratik bir biçimde tasarlanmış bulunan bir örgütlenme yapısının, anayasal hiç bir kuruluşa hesap verme zorunluğu olmadan, “bağımsız merkez bankacılığı” aldatmacısı altında sürdürülmesinden ibaret olduğunu bu satırlarda vurgulamanın gereksiz olduğunu düşünüyorum.

EH uygulamasının on beş senelik geçmişine baktığımızda ise, merkez bankalarının *pratikte* uygulamaya koşullandırıldıkları politikaların sadece “fiyat istikrarını sağlamak”tan ibaret olmadığı –ya da aslında daha doğrusu, uluslararası finans şebekesinin tek derdinin sadece enflasyon tehdidi olmadığı— ortaya çıktı. Finans sermayesi buna ek olarak bir de *faiz oranlarının çok sık değiştirilmemesini* ve mümkün olduğunca *sabit* ve “*düzleştirilmiş*” bir patika izlemesini talep etmekteydi. Merkez bankaları eğer faiz oranlarına çok sık müdahale ederlerse piyasanın “aklı karışmakta” ve hesapları şaşmaktaydı. İktisat yazınında “*faiz düzlemesi*” (interest rate smoothing) diye anılan yeni-merkez bankacılığı böylece parasal iktisat ders kitaplarına da malzeme olmaya başladı.

“*Şeffaflık*”, “*kredibilite*”, “*beklentilerin idaresi*” gibi kavramlar ardına saklanan sözde bağımsız, ancak finans sermayesine bağımlı “modern” merkez bankacılığında “enflasyon hedeflemesi” kavramı böylece

1990'lı yılların sonuna gelindiğinde tartışmasız, “tek doğru” olarak kabul gördü. Artık bütün soruların yanıtları verilmişti: merkez bankaları fiyat istikrarından başka hiç bir gösterge ile ilgilenmeyecek; sadece enflasyon hedeflemesi öngörülerini kamuoyu ile (siz finans sermayesi ve uluslararası derecelendirme kuruluşları diye okuyunuz) şeffaf biçimde paylaşacak; enflasyon belli bir eşğin üzerine çıktığı anda da faizi yükseltecekti.

Ancak 2007'nin sonbahar aylarından bu yana küresel finans piyasalarında yaşanan çalkantılar bu ezberi bozmaya yetti. Amerikan konut ve vasıfsız kredi piyasalarında yaşanan spekülatif şişkinliklerin patlamasıyla birlikte ortaya dökülen sorunlar, [Yılmaz Akyüz hocanın 2008 yılından tespitleriyle](#) “fiyat istikrarını sağlamış olmanın tek başına makro istikrarı sağlamaya yetmeyeceğini; döviz ve diğer menkul kıymet piyasalarında istikrar sağlamadan fiyat istikrarının da sağlanamayacağı” gerçeklerini tüm çıplaklığıyla ortaya koymuş oldu

\*\*\*

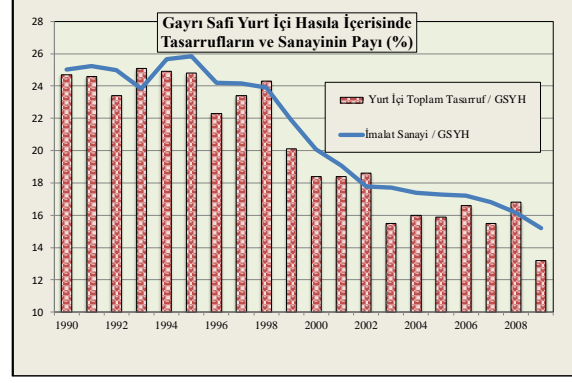
Türkiye 1989'da sermaye hareketleri üzerindeki tüm düzenlemeleri kaldırarak uluslararası kumarhane masasına ortak oldu. Türkiye 1990'ları “göreceli olarak” emeğin gelirlerin koruyan, ancak yüksek kamu açıkları, yüksek enflasyon ve yüksek reel faiz koşulları altında geçirdi. Yerel ve uluslararası sermaye – özellikle finans sermayesi, “zayıf koalisyon” hükümetleri diye betimlenen bu ilk onyıllın performansından hoşnut değildi. Aslında tüm dünyada da 1994 Meksika, 1997 Asya, 1998 Brezilya ve Rusya krizleriyle birlikte sermaye hareketlerine açılımın yarattığı istikrarsızlık ve çalkantı dönemi, küresel finans sermayesinin beklentilerinin karşılanabilmesi için neoliberal düşüncüye daha sıkı ve sert bir bağlılık gerektiğini öğretmekteydi. Türkiye'de bu dönüşüm IMF'nin önce 1998'de sonra da 2000'de uygulamayı koşullandırdığı “döviz kuru çapasına bağlı enflasyonu düşürme” programı ile gerçekleştirmeye çalışıldı. [Tasarım hatalarıyla yoğrulmuş programın](#) iktisat yasalarının duvarlarına çarpıp krize sürüklenmesinin ardından kurulan AKP hükümetleri, neyse ki bütün bu politikaları güvenli bir biçimde ele alacaktı (ya da tersten okuyalım; AKP'nin 28 Şubat ile önü açılarak zaten bu görev için hazırlanmıştı).

Senaryo kurgusu ne olursa olsun, AKP yerel sermayenin en gözde partisi olarak göreve başladı. Türkiye yüksek reel faiz ile çalışan, elde ettiği döviz girişleri sayesinde de *dövizin fiyatını ucuz tutarak* ithalatını finanse eden *dış borçlanmaya* dayalı, *bağımlı* bir ekonomik model izlemeye yöneldi. Yüksek reel faiz sunarak, uluslararası spekülasyon oyunu içerisinde “ayrıcılık” bir konum kapma uğraşı aslında 2001-krizi sonrasında Türkiye'ye bizzat IMF tarafından telkin edilmişti. AKP ekonomi idaresinin 2003 sonrasında Türkiye ekonomisi için harfiyen uyguladığı *yüksek faiz aracılığıyla yurt dışından sıcak para girişlerine ve dövizin ucuz tutulmasına dayalı* sanal büyüme modeli sayesinde, Türkiye bir yandan ucuz ithalat aracılığıyla tüketim talebini karşılamış, bir yandan da enflasyonu yüzde 10'un altına düşürebilmiş idi.

Unutmayalım ki Türkiye geleneksel olarak “cari açık veren bir ekonomi” değildir. Dış ticarete verilen açıklar, çoğunlukla işçi dövizleri, uluslararası müteahhitlik hizmetleri ve turizm gelirleri sayesinde görece olarak dengelenmekteydi. Ancak, 2003 sonrasında Türkiye'ye akan sıcak para sermayesinin yol açtığı döviz bolluğu sonucunda Türk Lirası yabancı paralar karşısında hızla değerlendi ve cari açığı yapısal olarak kronikleştiren bir tüketim çılgınlığına dönüştü. Türkiye TCMB'nin fiyat istikrarı dogmasıyla birlikte döviz kurunun tamamen “serbest” piyasada “yüzmeye” terk edilmesi sonucunda kurgulanan bu *sahte İsviçreleşme* döneminde yeni bir *Lale Devri* yaşadı.

Ancak reel yatırımlara yöneltilmeyen bu tip “sıcak” nitelikli, spekülatif sermaye, ulusal ekonomide yeni iş sahaları açmak ya da teknoloji getirmek gibi kazançlar sağlamak şöyle dursun, Türk Lira'sını aşırı

değerli hale getirerek ithalatı kamçulamakta; dış borçlanmayı da özendiriyordu. Bunun da ötesinde aşırı ucuz döviz dayalı bağımlı ekonomi modeli, ulusal sanayimizin teknolojik bağlantılarını tahribata uğratarak, taşeronlaştırılmış ve marjinalleştirilmiş bir yapıya dönüştürüyordu. Yanda TÜİK ve Cumhurbaşkanlığı SBO verilerinden derlediğimiz şekilden de görülebileceği üzere söz konusu dönemde Türkiye’de ulusal tasarrufların ve imalat sanayinin milli gelir içerisindeki payı aniden çöküş yaşadı. Türkiye olgunlaşmamış sanayisizleşme dönemine itildi.



üzere

Dolayısıyla, bugünlerde çok öykünülen 2003 sonrası makroekonomi idaresinin ardında aslında ulusal tasarruf hacminin tahrip edildiği (ve dolayısıyla cari işlemler açığının kronikleştirildiği), yatırımlarda önceliklerin sanayi üretiminden ziyade spekülasyon ve imar rantlarına dayalı inşaat sektörlerine yönlendirildiği çarpık büyüme süreci yatmaktaydı. Dolayısıyla bugün merkez bankası başkanı Kavcıoğlu’nun yakındığı “cari işlemler açığının yarattığı istikrarsızlık” kendi kendine oluşmamış, bizzat AKP ekonomi idaresinin yol açtığı spekülasyona-dayalı büyüme sürecinde inşa edilmişti.

### **Alternatifleri Düşünmek**

Bu gerçekler altında sadece enflasyon hedeflemesini gözeten muhafazakar merkez bankacılığı yerine ne gibi seçenekler geliştirilebilir? Biraz da bu konuda bir iki sav geliştirelim. [2015 tarihli İktisat ve Toplum](#) yazımızdan:

“Ortodoks enflasyon hedeflemesi stratejisine alması bir seçenek, Arjantin, Meksika ve Brezilya ekonomilerinin 2000 sonrası deneyimlerinden yola çıkarak **Roberto Frenkel, Jaime Ros** ve **Lance Taylor** gibi yapısal gelenekten gelen iktisatçılar tarafından önerilmektedir. Adı geçen iktisatçılar modern merkez bankacılığının sadece enflasyon hedeflemesi ile sınırlandırılmayarak, bunun da ötesinde, döviz piyasasında *sabit ve rekabetçi bir reel kur hedeflemesini* de içeren, daha kapsamlı bir para politikası oluşturulmasını önermektedir. Yani, alternatif görüşe göre merkez bankaları döviz fiyatının *reel* değerini de gözetmelidir. **Reel kur hedeflemesinin**, bir yandan (ülkemizin de en önemli sorunu haline dönüşmekte olan) cari işlemler açığının oluşmasına engel olurken, diğer yandan da emek yoğun ihracatı özendirerek işsizliğin azaltılmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Dolayısıyla merkez bankaları enflasyonla mücadele hedefinden vazgeçmeden, döviz piyasasında *rekabetçi bir reel kuru* da hedefleyerek ekonominin acil sorunlarının çözümüne daha aktif olarak katkıda bulunmalıdır. Bu hedefe ulaşmak için merkez bankaları ekonominin diğer birimleri ile koordineli olarak çalışmalı ve gereğinde sermaye hareketlerini daha aktif olarak yönlendirmeli, spekülasyon ve borçlanmayı özendirici unsurlarından arındırmaya çalışmalıdır.

Enflasyon hedeflemesine daha teknik ve soyut düzeyde alması bir başka seçenek ise **Mark Setterfield** ve **Louis-Philippe Rochon** gibi post-Keynes iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir.<sup>1</sup> Setterfield ve Rochon, enflasyon hedefinin rastgele bir rakama değil, *emek üretkenliğindeki artışa* odaklanması gerektiğini önermekte; ve bu hedefin bölüşüm

<sup>1</sup> Mark Setterfield ve Louis-Philippe Rochon, "Interest rates, income distribution and monetary policy dominance: Post-Keynesians and the 'fair rate' of interest," *Journal of Post Keynesian Economics*, 30, 1, 13-42 (2007)

açısından emeğin kazanımlarını sürdürecektir ve ulusal gelirden aldığı payı koruyabilecek bir seçenek olduğunu savunmaktadır.”

Korkut Boratav hoca da [29 Ekim tarihli Sol Haber](#) yazısında 1900’ler döneminde böylesi bir deneyimin Türkiye’de yaşanmış olduğunu anımsatıyor ve şu sözleri aktarıyordu:

“(1900’lı yıllarda) döviz kuru (kabaca) aylık enflasyona uyum sağlayacak biçimde TCMB tarafından belirlenmekteydi. Faiz oranları ise “serbest” (yani bankalara) bırakıldı. Bunlara, emeği koruyan “popülist” uygulamalar refakat etti: Asgari ücretler, maaşlar, emekli aylıkları, çiftçilerin eline geçen net fiyatlar en azından geçmiş enflasyona endeksledi. Toplu sözleşmelerde enflasyona “refah payı” da ekleniyordu.

Tansu Çiller 1993 sonunda “imkânsız üçlü” kuralını çiğnedi; döviz kuru yanında faiz oranlarını da belirlemeye kalkıştı; 1994 krizini tetikledi. Bu kriz reel ücret kayıplarına yol açtı; ama sonraki üç yılın koalisyon hükümetleri, döviz kuru hedeflemesine ve emek gelirlerini koruyan bölüşüm politikalarına geri döndü.

1990’lı yıllardaki Türkiye uygulamaları göstermiştir ki, *döviz kuru hedeflemesi içinde emek gelirlerini güvenceye alan bir alternatif, “imkânsız üçlü” bağlantıları ile uyumlu olabilmektedir.*”

Bilimde alternatifsizlik olamaz. Bir dogmatik inanca dönüştürülen “merkez bankaları sadece ve sadece enflasyon hedefler, döviz kuru ya da başka hiçbir şeyle ilgilenmez” saplantısını sorgulamalıyız. Ama bu sorgulama makroekonomi idaresinde günümüzde yaratılan başarısızlık ve becerisizliklerin hiçbir şekilde mazereti olmamalı.

**Diğer EKONOMİ POLİTİK yazılarım için [tıklayınız.](#)**