

# Liberal Demokrasinin Kayıp Halkası

**Ünsal Çetin**

Ekonomist, Liberal Düşünce Topluluğu

*Sakin keyfî yönetime kalkışma,  
Bu, kendisini kurnaz sanan bilgisizlerin işidir.  
Cervantes, 1615*

## Büyük Unutkanlık

Hukukun üstünlüğü, hukukî ve siyasî bir ideal olarak, klâsik liberal düşünce geleneğinin esas nüvesine ait bir ilkedir. Günümüzün Batı tipi anayasal demokrasilerinin temelinde yatan ana fikir devlet yönetiminin önceden belirlenmiş açık kurallarla/yasalarla sınırlandırılmasıdır. Liberal demokrasi, en yetkin ifadesiyle, “Hukukun Kral Olduğu” bir yönetim şeklidir. Devlet dediğimiz şeyin var olması gerektiği hususunda bir uzlaşmaya vardıldıktan sonra, önümüzde bu devletin yönetimi için sadece iki seçenek kalır; Ya hukukun üstünlüğüne bağlı kalan, keyfî yönetimin mümkün olduğunca sınırlandırıldığı kurallara dayalı bir yönetime sahip olabiliriz, ya da seçilmişler ve atanmışlardan oluşan bir gurup insanın keyfî yönetimine.

Liberalizmin bu âsil ilkesinin gereği, elbette, devletin ekonomi politikasının, ya da kontrol ve müdahale yanlısı iktisatçıların terminolojisini bir an için kullanacak olursak, ‘ekonomi yönetiminin’ de önceden belirlenmiş ve ilân edilmiş kurallara dayalı olarak yürütülmesidir. Fakat günümüz liberalle-

rinin bile çoğunun dikkatinden kaçan, kamu yöneticilerinin keyfî iradesinin hemen hiç sorgulanmadığı ve baştan doğru/olması gereken şey olarak kabul edildiği bir alan vardır; Namı değer para politikası. Konu para politikası olunca keyfî yönetimin içeriğine, politikanın şu ya da bu yönde olması gereğine dair tartışmalar gündemi doldurmaktadır. Keyfî-müdahaleci yönetimin bizzat kendisine yönelik bir sorgulama ise fikirler piyasamızda bulunmayan bir üründür. Aslında, günümüz demokrasilerinin geneline yayılan bu unutkanlık, liberallerin ideal olarak tasavvur ettiği 'liberal demokrasinin' ekonomi ile ilgili implikasyonlarına itibar edilmediğine kanıt teşkil eder. Ülkemizde de, bir süre önce gündeme gelen 'Mali Kural' ve iktidardaki parti tarafından göz ardı edilmesine yönelik nihaî tercih, güncel iktisat tartışmalarına damgasını vuran olağan üstü bir varsayıma dayanır. Bu varsayım, hükümetin bizler için, piyasa için, her zaman ve her yerde optimal olanı icra edeceği yönündeki temelsiz inançtır.

### **Teori: Piyasa Ekonomisi ve Para Politikası**

Halbuki, kurallara dayalı para politikası konusunun ciddi bir tarihsel arka planı ve bu konuda kafa yoran önemli bir iktisatçılar dizisi vardır. Sağlıklı regüle edilen bir parasal sistemin ekonomik büyüme ve istikrara faydasından bahseden ilk iktisatçı Adam Smith olmuştur. Daha sonra, Walter Bagehot ve Henry Thornton, özellikle nihaî kredi mercii doktrinini inşa ederek, bir merkez bankasının finansal sıkıntı durumlarında nasıl hareket etmesi gerektiğine dair ilk normları kaleme almıştı. David Ricardo da kendi zamanının parasal kaynaklı finansal krizlerini gördükten sonra kurallara dayalı para politikasının önemine vurgu yapmıştı.

20. Yüzyılın ilk yarısının ağır ekonomik sorunları Irving Fisher, Henry Simons, Knut Wicksell ve Milton Friedman gibi iktisatçıları bu sorunlara kaynaklık eden parasal faktörlerden kaçınmak amacıyla politika kuralları geliştirmeye yöneltti. Friedman'a ek olarak –hepsi Nobel iktisat ödülünü kazanmış olan– Hayek, Lucas, Kydland, Prescott ve Buchanan ekonomi politikasında kurallara dayalı olmayı öğütleyen eserleri üretmiş olan önemli iktisatçılardır. Günümüzde ise, Allan H. Meltzer ve John B. Taylor para politikası özelinde kuralların kullanımına dair çalışan en önemli iki iktisatçidir.

Bir para politikası kuralı, en basit ifadesiyle, politika kararlarının nasıl alınması gerektiğine dair bir öneridir. Yani, politika kuralları pratik politika icrası için bir kılavuz sağlar. Temel amaç para politikasını öngörülebilir ve şeffaf hâle getirmektir. Parasal darboğazlar ve fazlalıklardan kaçınılması suretiyle kriz, durgunluk, buhran, deflasyon, enflasyon, ve stagflasyon risk-

lerinin en aza indirilmesi sağlanır. Amaç, aynı zamanda, iktisadî aktörlerin özgürlüğünün azamî derecede sağlanması ve korunmasıdır. Kurallarla bağlı olmayan, keyfî/ihtiyarî (discretionary) para politikaları başarısızlığa uğramaktadır çünkü bu tarz politikalar insanları politika taahhütlerinin faydalarından mahrum bırakır. Bu taahhütler, piyasa ekonomisinin yeterince iyi işlemesi için bir ön gerekliliktir. Modern merkez bankaları finansal piyasaların içinde karar yapım sürecine girmektedir. Ve finansal piyasaların aktörleri de onları izlemektedir. Piyasa beklentileri, büyük ölçüde, politikanın gelecekteki seyrine bağlıdır. Bu yüzden, politikanın gelecekteki seyrini öngörebilir kılmak önem arz eder. Dolayısıyla, keyfî politika bu öngörü gücünü yıpratmış için, belirsizliği artırıcı bir unsurdur. Bu ise piyasa katılımcılarının yeni koşullara intibak gücünü azaltır. Ekonomik intibak sürecinin asıl yöneticisi olan fiyat sisteminin mümkün olan azamî derecedeki hareket kabiliyetini sınırladığı için, keyfî para politikaları uzun vadede kötü ekonomik performansla sonuçlanır.

Nihaî kredi mercii bakımından bir kurala sahip olmamanın olumsuz etkisine yakın tarihli ve aşikâr bir örnek, ABD'nin merkez bankası Federal Rezerv'in 2008 yılı içinde Bear Stearns'i ve AIG'yi kurtarıp, Lehman Brothers ve Washington Mutual'ı ise kurtarmamasıdır. Bu tercihlerin neye göre yapıldığı belli değildir. Ve bu durum krizin 2008 yılı içindeki zirve noktaya tırmanışında piyasalarca algılanan gerçek bir belirsizlik kaynağı olarak önemli bir rol oynamıştır. Bir merkez bankasının sistematik bir nihaî kredi mercii politikasına sahip olmaması, bir futbol maçı esnasında birden bire "üç korner bir penaltı eder" kuralını kendi başına uygulamaya koyan bir hakemi andırmaktadır.

Para politikasında kurallara dayalı olmak, aynı zamanda, para politikasının sınırlarının farkında olmakla ilgilidir. Para politikası hiçbir zaman tek başına tam istihdam veya yüksek büyüme oranları gibi hedefleri gerçekleştirme gücünde değildir. Ondan asıl beklenen, *piyasaları bozmamak* olmalıdır. Ekonomik kalkınma ya da bir kriz sonrası iyileşme sürecinde asıl yükü üstlenen şey piyasa ekonomisinin fiyatlara dayalı otomatik pilot mekanizmasıdır. Fiyat sistemi üç temel koordinasyon işlevini yerine getirerek bunu yapar. (1) İktisadî aktörlerin beğenileri, kaynakların erişilebilirliği, ve üretim olanakları hakkındaki bilgiyi piyasa içinde harekete geçirmek suretiyle, bilgi dağılımını temin eder, (2) en düşük maliyetli yöntemlerin benimsenmesi ve kaynakların tüketici tercihlerince belirlenen en iktisatlı kullanımlara yönlendirilmesi ile kaynak dağılımını gerçekleştirir, (3) ilk iki işlevin sonucu olarak, kimin ne kadar ödüllendirileceği veya cezalandırılacağını, kâr ve zarar disiplini sayesinde belirler. Bu üç işlev, piyasa süreci içinde, değişen ekonomik ko-

şullara milyarlarca iktisadî karar biriminin ücret, fiyat ve miktar ayarlamaları ile intibak sağlamasını mümkün kılar.

Ancak, otomatik pilotun görevini en iyi şekilde yerine getirmesi mümkün olduğunca serbest hareket alanına sahip olmasına bağlıdır. Kurallarla sınırlanmamış bir merkez bankasının keyfî eylem ve müdahaleleri otomatik pilotun etkinliğini köreltir. Ayrıca, burada mutlaka vurgulamalıyız ki, otomatik pilotun etkinliğini engelleyebilecek tek unsur para politikası da değildir. Piyasa katılımcılarının fiyat, ücret, miktar değişikliklerini kısıtlayabilecek olan bütün diğer hükümet eylem ve müdahalelerinden azade olması gerekir. Piyasalar elbette mükemmel değildir. Doğal seviyede bir inelastikliğe sahiptir. *Değişen koşullara intibak zaman alır.* Piyasa ekonomisi, devlet tarafından önüne konan engeller yüzünden ağırlaştırılmış bir fiyat ve ücret katılığına maruz değilse (ve yeterince dışa açık bir ekonomi ise), aslî işlevini yerine getirir ve kendisine ait/bünyevî bir iyileşme kabiliyetine sahiptir. Herhangi bir devlet teşvik ve cezalandırmasından daha sert ve güçlü olan kâr/zarar disiplini girişimsel hataları açığa çıkarır. Bu hataların fark edilmesi girişimciler tarafından düzeltme amaçlı kararları başlatır. Bu sayede, üretim tüketicici tercihlerine daha yaklaşır. *Tüketicilerin zamana yayılan tercihlerine daha başarıyla yaklaşan bir yatırım planlaması kriz ihtimalini azaltır.* Bunun olması için, sermaye dağılımı ve tüketicici tercihlerinin bir merkezî organ tarafından manipüle edilmemesi, yani müdahale edilmemiş bir serbest piyasaya sahip olmamız gerekir.

20. Yüzyılın Mises, Hayek, Kirzner ve Rothbard gibi büyük iktisatçılarının ekonomi bilimine önemli katkılarından birisi, görünmez elin var olması için tam rekabet koşullarının var olmasının gerekmediğini göstermiş olmalarıdır. “Görünmez el” genel rekabetçi denge teorisinin gerçek dünyadan uzak kalan varsayımlarına ihtiyaç duymaz, ve tam da gerçek dünyadaki mükemmellikten uzak koşullar sayesinde çalışır. Sistemi harekete geçiren ve görünmez bir elin işbaşında olmasını temin eden şey, tam olarak girişimcilerin ve tüketicicilerin hata yapması ve *sistemin bu hataları açığa çıkarma ve tadil etme yeteneğidir.* Eğer Adam Smith, görünmez elin işlevsel olması için tam rekabet koşullarının var olması gerektiği şeklindeki bir iddia ile karşılaşsaydı, kesinlikle bir hayli şaşkınlığa düşer ve “bu zaten benim söylediğim şey değil” derdi. Tüketicici tercihleri ile yatırım planlarını birbirleriyle nispi olarak daha ahenkli hâle getiren temel bir sinyal olarak, faiz oranlarının koordine edici kabiliyeti özellikle önemlidir.

Uzun bir süre önce, Friedrich Bastiat iyi iktisatçıyı kötü iktisatçıdan ayırma amaçlı iki temel ilkedden bahsetmişti. Bastiat’ya göre, iyi iktisatçı, (1) bir

politika tedbirinin yalnızca kısa vadedeki değil, uzun vadedeki muhtemel sonuçlarını da ve (2) bu tedbirin yalnızca bir sektör/kesim üstündeki değil, ekonominin bütünü üstündeki sonuçlarını da dikkate almaya çalışır. Lawrence W. Reed ise, bu iki ilkeyi “Sağlam Kamu Politikasının Yedi İlkesi” listesine dâhil etmiştir. Reed’in ifadesiyle, “Sağlam politika, uzun vadeli sonuçları ve herkesi göz önünde bulundurmaya gerektirir; sadece kısa vadeli sonuçları ve birkaç kişiyi değil.” Ve “Devletin, önce başka birinden almadan, hiç kimseye verecek bir şeyi yoktur” (Reed, 2008). Uzun vadeyi dikkate alma önerisini zaman tutarsızlığı sorunu (time-inconsistency problem) kavramı ile, ekonominin bütünü üstündeki sonuçları dikkate alma önerisini ise devletin tarafsızlığı (neutrality) ilkesi ile ilişkilendirebiliriz.

20. Yüzyılda “zaman tutarsızlığı” kavramı üzerine seçkin iktisatçılar tarafından inşa edilen sofistike literatür Bastiat’ın birinci ilkesini daha ileri bir seviyede geliştirmiştir. Zaman tutarsızlığı sorunu, basitçe ifade edecek olursak, para politikasının şu anki bir sorunu, gelecekteki daha şiddetli bir soruna yol açacak şekilde gidermesidir. Başka bir ifadeyle, bir merkez bankasının, mevcut bir sorun hakkında şu an (kısa vadede) bir şeyler yapıp, bu yaptıklarının sonraki (uzun vadede ortaya çıkan) sonuçlarıyla başa çıkmak zorunda kalması durumudur. Politik ve sosyal baskılar merkez bankalarının müdahale etme dürtüsünü güçlendirebilir. Merkez bankaları, bu dürtünün de desteğiyle harekete geçerek, örneğin, kısa vadeli bir ekonomik canlanmayı, uzun vadedeki enflasyon sonucuyla sağlayabilir. Ekonomik canlanma, böyle bir durumda, enflasyon pahasına elde edildiği için, merkez bankası fiyat istikrarı sözü vermiş olduğu hâlde, verdiği sözün tam tersine hareket etmiştir. Zaman tutarsızlığı sorununa yol açan keyfî politikaların “tutarsız/istikrarsız”, “aldatıcı”, ve “miyop/ileriye göremeyen” politikalar olarak adlandırılmış olmaları bilhassa not edilmeye değerdir.

Para politikasının tarafsızlığı ilkesi ise, takip edilen politikaların serveti/geliri birilerinden alıp diğerlerine vermemesi gereğidir. Para politikası yerleşik çıkarların oluşumunu desteklememelidir. Hükümetin birilerinden almadan başka birilerine verebileceği şeklindeki gizli varsayım ancak bir hayal dünyasında söz konusu olabilir. Reed’i tekrarlayacak olursak, devletin, önce birilerinden almadan, hiç kimseye verecek bir şeyi yoktur. Bu ifade, devletin doğası ile ilgili açık bir gerçeği dile getirmektedir. Örneğin, müflis bir bankanın bir merkez bankası tarafından kurtarılması, devletin ancak ve ancak, bu bankanın basiretle ve etkinlikle çalışan rakiplerine, vergi mükelleflerine, gelecek nesillere, veya başka birilerine maliyetler yüklemesi ile gerçekleştirilebileceği bir eylemdir. Benzer şekilde, devletin belirli bir sektörü teşvik etmesi de ancak başka bazı sektörleri caydırması pahasına mümkün olabilir. Bu ilke,

serbest bir piyasada çetin rekabet koşulları altında kazanç sağlamaya gayret etmektense, devlet aygıtını kullanarak başkasının cebinden daha kolay ve risksiz zenginleşme çabalarının önüne set çekilmesini gerektirir. Dolayısıyla, hukuk devleti idealinin en önemli 'olmazsa olmaz' esaslarından birisidir.

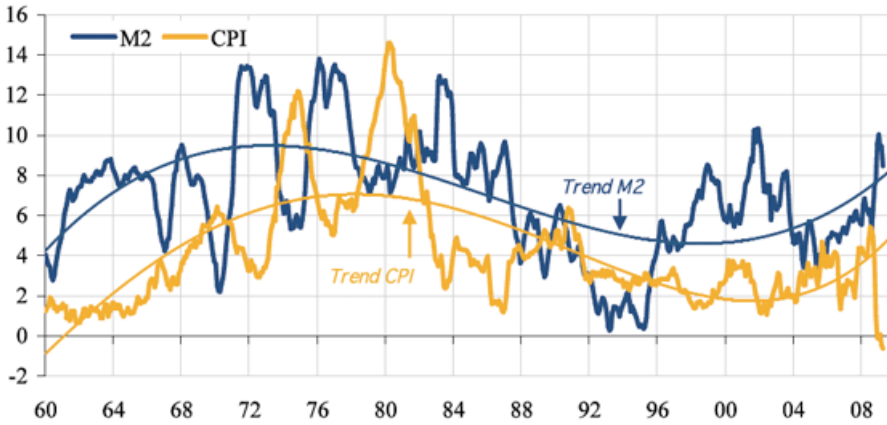
## Tarih: Para Arzı, Phillips Eğrisi ve Taylor Kuralı

15 Ağustos 1971'de Başkan Richard Nixon altın gişesini kapattıktan sonraki pür *fiat* (hükmi/karşılıksız) para dönemini, ABD ekonomisi özelinde, özet olarak üç bölüme ayırabiliriz. Literatürde ekseriyetle kabul gördüğü isimlendirmelerle; Büyük Enflasyon, Büyük Moderasyon, ve Büyük Durgunluk (Great Inflation, Great Moderation, Great Recession). Seksenlerin ilk yıllarına kadar süren Büyük Enflasyon dönemi son derece kararsız bir dur-kalk para politikası, ücret ve fiyat kontrolleri, yoğun regülasyon örgüsü, sorumsuz maliye politikaları, geçici teşvik paketleri, enerji ve tarımda arz şokları, verimsiz çalışan büyük ve hantal kamu girişimleri ile karakterize edebileceğimiz bir dönemdir. Bu etkenlerin sonucunda, ekonomiler yaygın koordinasyon bozuklukları göstermiş ve ekonomik karar birimleri adeta nereye gideceğini şaşırmıştır.

Aşağıdaki Grafik 1 ABD için 1960–Mayıs 2009 dönemine ait M2 (nakit para artı vadesiz ve vadeli mevduatlar toplamı) ile Tüketici Fiyat Endeksi'ndeki (Consumer Price Index–CPI) yıllık değişimleri göstermektedir. M2 ve CPI'daki kısa dönem dalgalanmalar ayrıca, ok ile işaretlenmiş olan, genel

**Grafik 1: ABD Para Arzı ve Tüketici Fiyat Endeksi**

US money and consumer prices (% y/y)



Source: Bloomberg, own calculations.

seyir çizgileri ile de gösterilmektedir. M2 ve CPI eğrileri bir hayli yaklaşık dalga boylarına sahiptir. Para arzı genel eğilimi ile fiyat seviyesi genel eğilimi arasında zaman aralıkları vardır ve para arzı artışı fiyat artışlarını öncelemektedir.

Paranın miktar teorisini teyit edecek surette, para arzı artışındaki fazlalık, *piyasada dolaştıkça* fiyatları artırma eğilimi göstermektedir. Bu grafik ayrıca bize enflasyonun doğru tanımını yapmada da yardımcı olur. Enflasyon ‘fiyat seviyesindeki genel ve sürekli artış’ değildir. Enflasyon para arzındaki artıştır. *Fiyat seviyesindeki yükseliş bu para arzı artışının sonucudur.* Paranın miktar teorisinin özündeki yıkılmaz gerçek bu grafik tarafından resmedilir. Yeni basılan para dolaşıma çıktığı andan itibaren mevcut mal ve hizmetleri kovaladıkça enflasyonun yükselişine sebep olur.

1970’lerdeki para politikası ve sonuçları özel bir öneme sahiptir. 70’ler boyunca, artan volatilité ile hareket eden ve yükselen enflasyon oranı, orijinal Phillips Eğrisinin öngörüsüne ters düşecek şekilde, işsizliği düşürmek yerine yükseltmiştir. Başlangıçta, kısa vadede, işsizliği azaltıyor gibi görünen enflasyon, hızlandıkça işsizliği artırmış ve yukarıda belirttiğimiz faktörlerle birleşerek, enflasyonla birlikte işsizlik anlamına gelen stagflasyona neden olmuştur.

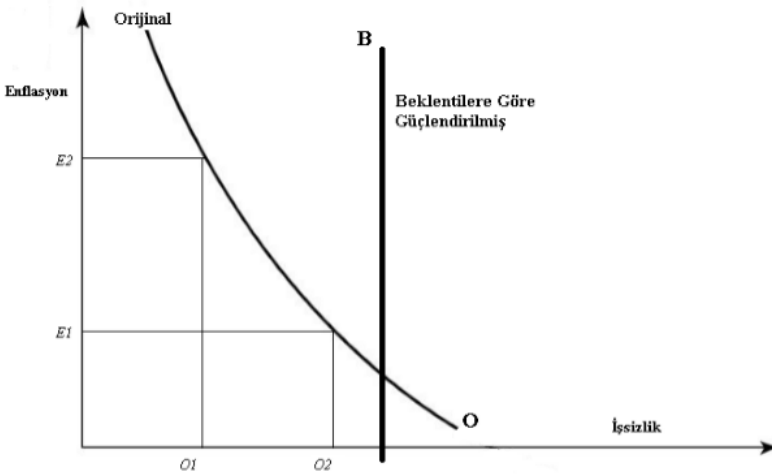
Phillips Eğrisi William Phillips’in *Economica* dergisinde yayınlanan 1958 tarihli “The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957” (Birleşik Krallıkta 1861–1957 Yılları Arasında İşsizlik ve Parasal Ücretlerin Değişim Oranı Arasındaki Bağlantı) isimli ünlü makalesi ile doğmuş olan bir iktisadî analiz ve para politikası paradigmasıdır. William Phillips bu makalesinde söz konusu dönemde Britanya ekonomisinde ücret artışları ile işsizlik arasında ters bir bağlantının var olduğunu öne sürmüştür. Konuya dair müteakip çalışmalarla ve bilhassa Paul Samuelson ve Robert Solow gibi ekonomistlerin katkılarıyla Phillips Eğrisi, daha doğrudan, enflasyon ile işsizlik arasındaki ters bir bağlantıya işaret edecek şekilde geliştirilmiştir. Dolayısıyla, orijinal Phillips Eğrisi para politikası yapıcılarına, genel fiyat seviyesini yükseltmek suretiyle, yani bir enflasyon artışı bedeline katlanma pahasına işsizliği azaltabilecekleri şeklindeki bir olasılığı sunmuştur.

Daha tam olarak, politika yapıcılar Grafik 2’de de resmedildiği gibi, yatay ekseninde işsizliğin ve dikey ekseninde ise enflasyon oranının gösterildiği bir düzlem üzerinde temsil edilen, bir dizi farklı “düşük işsizlik–yüksek enflasyon” ve “düşük enflasyon–yüksek işsizlik” noktalarından oluşan bir karar menüsüne sahiptirler. Bu nedenle, eğrinin negatif eğimli orijinal hâliyle Key-

nesyen iktisattaki eksik kalan bir halkayı kapattığı ifade edilmiştir. Phillips Eğrisinin sunduğu politika mantığı yaklaşık olarak 1960'ların ortalarından 1970'lerin son dönemlerine kadar gelişmiş ülkelerin hükümetleri ve merkez bankacıları tarafından genel itibariyle kabul görmüştür. Bilhassa, 15 Ağustos 1971'de Nixon yönetiminin Altın Gişesini kapatması ve Bretton Woods sisteminin fiilen son bulması ile birlikte başlayan yeni küresel *fiat* para döneminde merkez bankaları orijinal Phillips Eğrisini temel bir politika yapım paradigması olarak kullanmıştır.

Başlangıçta az sayıda iktisatçı tarafından yalnızca teorik gerekçelerle itiraz edilen Phillips Eğrisi 1970'ler boyunca süren tartışmalarda özellikle Monetaristler tarafından sorgulanmış ve revize edilmiştir. Beklentilere göre güçlendirilmiş hâliyle Phillips Eğrisi, sadece kısa vadede ve ekonomik karar birimleri tarafından öngörülmeleyen bir enflasyon artışı durumunda işsizliğin azaltılabileceğini gösterir. Öngörülebilir şekilde, düzenli olarak ilerleyen enflasyonist bir politika orta vadede karar birimlerinin, enflasyon endekslemesi gibi yöntemler sayesinde kendi sözleşme, karar ve planlamalarını bu politikaya göre ayarlamaları sonucunda, sadece aynı doğal işsizlik oranını daha yüksek bir genel fiyat seviyesinde sağlayabilir. Doğal işsizlik oranı, son tahlilde, ekonominin nominal büyüklüklerinden bağımsızdır ve esas itibariyle yapısal/kurumsal faktörler tarafından belirlenir. Enflasyonist bir politika kısa vadede bu doğal oranı düşürebilir fakat beklentilerin mevcut politikaya intibakı ile birlikte, doğal işsizlik oranı yeniden eski seviyesine yükselir. Bu durumda, beklentilere göre güçlendirilmiş Phillips Eğrisi dikey eksene paralel bir doğru olarak düşünülebilir ve para politikasının sınırlarına işaret etmek için elverişli bir konuma gelir. Enflasyon ne kadar artırılırsa artırılırsın, işsizlik oranı değişmeyecektir.

**Grafik 2: Orijinal ve Beklentilere Göre Güçlendirilmiş Phillips Eğrisi**

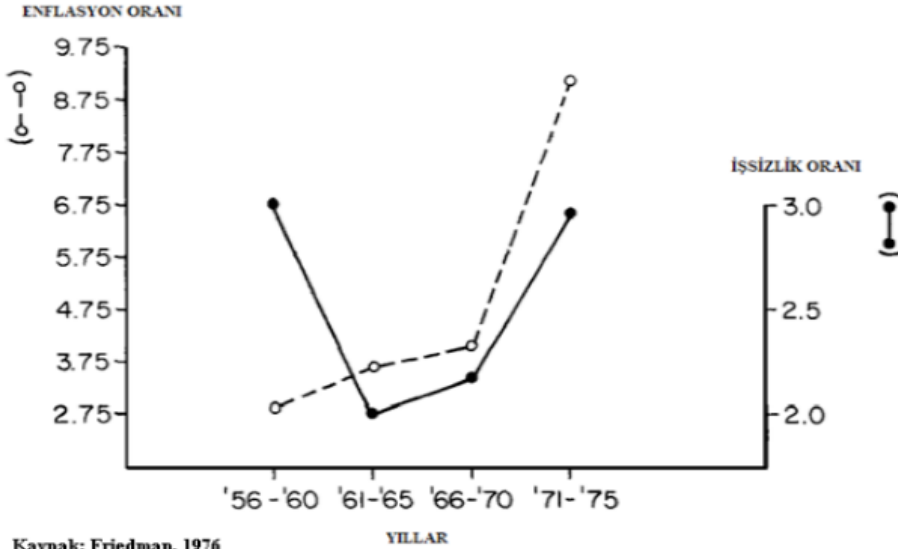




Bununla birlikte, 1970'ler boyunca gelişmiş ülke para politikaları sistematik ve öngörülebilir olmaktan çok uzaktı (Meltzer, 2005). Bu dönemin karakteristik para politikası stratejisi son derece kararsız ve istikrarsız bir dur-kalk (stop-go) ardıllığı idi. Para politikası karar otoriteleri tam istihdam hedefine ulaşmak amacıyla para arzını artırmış ve bilinçli olarak enflasyon oranlarını yükselterek işsizlik oranlarını azaltmaya çalışmıştır. Fakat, yükselen enflasyon oranlarının, gaza basılan her adımda, işsizlik seviyelerini düşürmek için daha az tesirsiz kaldığı görülmüştür.

Hatta Grafik 3'te görülebileceği gibi, gelişmiş ülkelerin hemen hepsinde artan enflasyon oranları 1970'lerin sonlarına doğru işsizlik oranlarındaki bir artış ile sonuçlanmaya başlayınca, pozitif eğimli Phillips Eğrisi aşamasına geçilmiştir. Yedi gelişmiş ülke (Fransa, Almanya, İtalya, İsveç, Birleşik Krallık, Japonya, Birleşik Devletler) için enflasyon ve işsizlik oranları ortalamasını gösteren Grafik 3 artan enflasyon oranının önce kısa vadede getirdiği işsizlik azalışını fakat orta vadede, 1975 itibariyle çok daha hızla artan bir fiyat seviyesine karşın, tırmanışa geçen işsizlik oranlarını göstermektedir. Bretton Woods sonrası dönemin enflasyon ile durgunluğun bir arada görüldüğü bu büyük tecrübesi orijinal Phillips Eğrisinin öne sürdüğü yüksek enflasyon-düşük işsizlik bağlantısını çürütmüştür. Yüksek enflasyon ve işsizliğin bir arada yaşandığı makroekonomik konjonktüre işaret etmek üzere, "stagflasyon" terimi bu dönemde iktisat literatürüne girmiştir (Friedman, 1976).

**Grafik 3: Yedi Gelişmiş Ülkede Gerçekleşen Pozitif Eğimli Phillips Eğrisi**



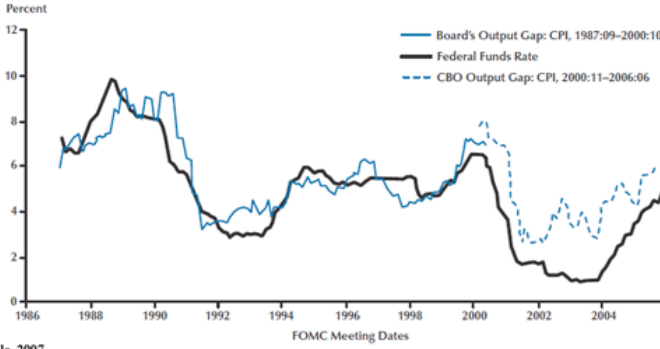
İkinci dönem Büyük Moderasyon'dur. 1980'lerin ilk yıllarından konut balonu sönüşünde ilk ufak dalgalanmalarının başladığı 2006'ya kadar sürer. 1970 sonrasını bütünü itibariyle değerlendirecek olursak, merkez bankalarının en başarılı olduğu söylenebilecek dönem bu dönemdir. Fed para politikasında hayli yaklaşık olarak Taylor Kuralını takip etmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğu para ve maliye politikalarında kural benzeri, daha sorumlu ve sistematik stratejiler izlemiş, geçici teşvik paketleri terk edilmiştir (Taylor, 2010). Küreselleşme dalgasının yükselişiyle gelen serbest ticaret kaynaklı refah artışları, özelleştirmeler, kısmî deregülasyonlar sayesinde daha verimli çalışan ekonomiler uzun bir büyüme dönemine girdiler. Enflasyon ve faiz oranları ve bu oranların volatiliteleri 70'lerle kıyaslandığında önemli seviyede düşüş kaydetti. Durgunluklar sayıca azaldı ve daha kısa ve zayıf gerçekleşti. Sağlanan yaklaşık fiyat istikrarı ile birlikte işsizlik oranları da doğal kabul edilen seviyelere geriledi. Uzun vadede istihdam açısından iyileşme sağlayan şeyin enflasyon değil, fiyat istikrarı olduğu tecrübeyle kanıtlandı (Taylor, 1998).

Taylor Kuralı makroekonomist John B. Taylor'ın Büyük Moderasyon olarak adlandırılan döneme dair çalışmalarıyla literatüre kazandırdığı bir para politikası stratejisidir. Taylor söz konusu çalışmalarında ABD merkez bankası Federal Rezerv'in, 1980'lerin ilk yıllarından 2000'lerin ilk yıllarına kadar sürdürdüğü kabul edilen Büyük Moderasyon dönemi boyunca fiilen takip ettiği faiz politikasını büyüteç altına almıştır. 1970'lerin aşırı kararsız dur-kalk para politikası ve bunun sonucunda ortaya çıkan enflasyon-işsizlik birlikteliği olan stagflasyon, 1980'lerin ilk yılları itibariyle yerini Paul Volcker'ın yönetimi altındaki Fed'in enflasyon ateşini söndürme (Great Disinflation) başarısına bırakmıştır. Orijinal Phillips Eğrisi anlayışını terk eden Fed fiyat istikrarı hedefini benimsemiş, ve fiyat istikrarı hedeflemesinin, ekonomik aktörlere sağladığı düz oyun sahası sayesinde, tam istihdam (ya da ekonomik büyüme) hedefine yardımcı bir politika olacağını kabul etmiştir. Bu hareket tarzına dayalı olarak, fiyat istikrarı ve tam istihdam ikili hedefinin bir merkez bankası için zaman tutarsızlığı sorununa yol açmaksızın gerçekleştirilebileceği fikri akademisyenler ve politika yapımcılar arasında rağbet kazanmıştır. Konuya ilişkin "Discretion versus Policy Rules in Practice" (Uygulamada Keyfi Yönetime Karşı Politika Kuralları-1993) isimli ilk makalesi ile başlayarak, Taylor [F]ed tarafından uygulanan faiz politika oranının kural benzeri belirli bir hareket tarzına işaret ettiğini iddia etmiştir. Grafik 4'te görülebileceği gibi, 1980'lerin ortalarından 2000'e kadar, Fed'in fiilen uyguladığı faiz politika oranı (operasyonel ifadesiyle, Federal Fonlar Hedef Oranı, siyah çizgi) ile Taylor Kuralının önerdiği oran (mavi çizgi) arasında çok yaklaşık olarak ortak

bir seyir söz konusudur. Fakat, sonraki dönemde materyal seviyede bir ayırışma, Taylor'un ifadesiyle, Büyük Sapma (Great Deviation) gerçekleşmiştir.

**Grafik 4: Taylor Kuralı ve Fiilen İzlenen Faiz Politika Oranı**

**Greenspan Years: Federal Funds Rate and Taylor Rule**  
(CPI  $p^* = 2.0$ ,  $r^* = 2.0$ )  $a = 1.5$ ,  $b = 0.5$



Kaynak; Poole, 2007

Kuralın matematiksel ifadesi aşağıdaki gibidir;

$$I_r = 1,5x E + 0,5x PG + 1$$

$I_r$ ; Merkez bankası faiz politika oranı,

$E$ ; Yıllık tüketici fiyatları enflasyon oranı,

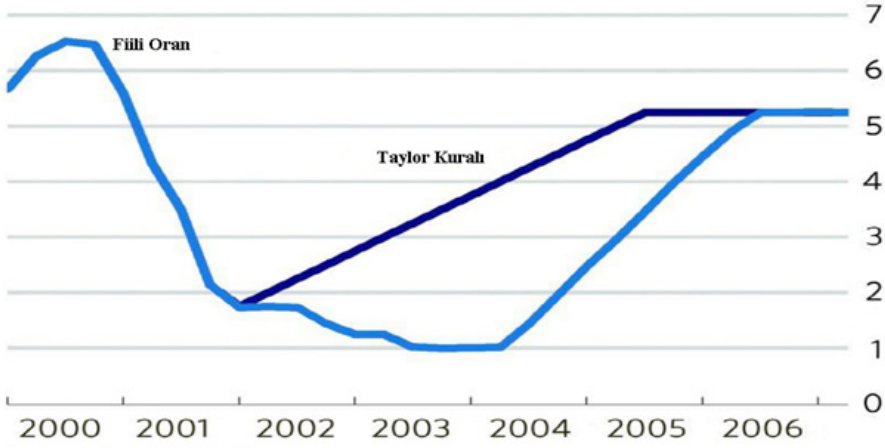
$PG$ ; Çıktı açığı.

Sözel ifadesiyle, Kural makroekonominin iki temel göstergesi olan enflasyon oranı ve istihdam seviyesine önceden belirlenmiş ağırlık oranlarıyla karşılık veren bir faiz oranı reaksiyon fonksiyonudur. Dolayısıyla, Kural enflasyon yükselişe geçtiğinde ekonomiyi yavaşlatıcı, çıktı açığının artması (ya da, kapasite kullanım oranının düşmesi durumunda) ekonomiyi hızlandırıcı bir faiz politikasının takip edilmesini önerir. Bir reaksiyon fonksiyonu olduğu için, faiz oranlarının sabitlenmesi şeklindeki bir fiyat kontrolü olmaktan uzak kalır. Başka bir ifadeyle, merkez bankalarının sistematik, öngörülebilir ve kurallara dayalı bir para politikası uygulayabilmesi için seçeneklerden birisidir. Kurala adını Taylor'ın kendisi değil ama onun konuyla ilgili çalışmalarına referans yapan diğer ekonomistler vermiştir.

Kuralın 2000 sonrası ABD Konut Balonu dönemi para politikasına tatbiki, varlık balonlarının kökeninde parasal fazlalıkların yattığı şeklindeki gelenek-

sel kabulü doğrulamaktadır. Grafik 5 söz konusu dönemde Fed'in uyguladığı faiz politika oranı ile Taylor Kuralı'nın önerdiği politika oranı arasındaki ciddi uzaklaşmayı gösterir.

**Grafik 5: Büyük Sapma**



Kaynak; *The Economist*, 18 Ekim 2007

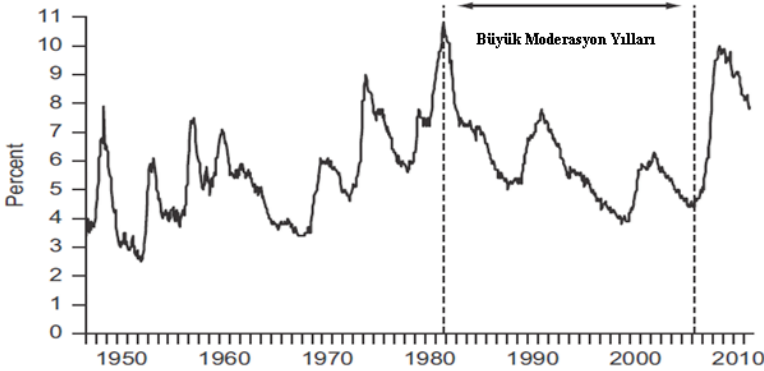
Fiilen uygulanan oran Taylor Kuralının önerdiği orana göre uzunca bir süre için çok daha düşük kalmıştır. Dotcom balonunun getirdiği durgunluk dönemi bittikten sonraki uzun bir dönem için dahi, (enflasyon oranı dikkate alındığında) reel Federal Fonlar Hedef Oranı negatif seyretmiştir. Bu olgu, aşırı gevşek, Taylor'un ifadesiyle 'bol gelen bir para politikasının' varlığı için kanıtı teşkil eder. Taylor'un kendisi bu para politikası ile ABD Konut Balonu arasındaki bağlantıyı ayrıntılı empirik çalışmasında ele almış ve Kuraldan sapışın 2008 Büyük Çöküşü ve müteakip Büyük Durgunluk dönemine yol açan temel bir hata olduğunu iddia etmiştir (Taylor, 2008).

Taylor Kuralı ekonomik karar birimlerinin mümkün olduğunca kolayca planlama ve geleceğe dönük sözleşme yapabilmesini amaçlar. Bu nedenle, Kural mümkün olduğunca basit olmalıdır ve Kuralın takip edileceği önceden kamuya ilân edilmelidir. Bu şekilde önceden duyurulan bir kural, beklentilerin şekillenmesine daha çok yardımcı olacak, ekonomik aktörlerin değişen koşullara intibakını etkinleştirecektir. Büyük Moderasyon tecrübesi ile faydalılığı sınanmış ve ABD'nin II. Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde en uzun ve güçlü büyüme dönemini gerçekleştirmesini sağlamış olmasına karşın, Taylor Kuralı bilhassa alternatif bir strateji olarak Verimlilik Normunu savunan akademisyenler tarafından eleştiriye tabi tutulmuştur (örneğin bkz. Garrison, 2007, 2009).

Büyük Durgunluk 2006'nın ilk dalgalanmalarından bu güne süregelen resesyondur. ABD'nin İktisadî Araştırmalar Ulusal Dairesi'nin (National Bureau of Economic Research-NBER) hesaplamalarına göre, durgunluk resmî olarak 2009 yazında sona ermiş görünse de, hemen hiç kimse ekonomik iyileşmenin yeterince iyi olduğu kanaatinde değildir. İyileşme süreci aşırı zayıf ve *para politikasına bağımlı kalmaya* devam etmektedir. Genel görüş, bu durgunluğun Büyük Buhran'dan sonraki en kötü olarak adlandırılmayı hak eder bir hâle dönüşmüş olmasıdır.

ABD 2008 Büyük Çöküşünden sonra, niceliksel gevşeme programları ile para politikası kaynaklı belirsizliği aşırı derecede yükseltmiş, geçici ekonomik teşvik paketleri açmış, devasa bütçe açıkları vererek kamu borcunu önemli seviyede yükseltmiştir. Yeni 2010 sağlık hizmetleri yasası, Dodd-Frank finansal reform yasası, bütçe politikası ve vergi mevzuatındaki aşırı belirsizlikler gibi faktörlerin hiç birisi ekonomik iyileşmeyi destekleyici nitelikte değildir. Grafik 6'da görülebileceği gibi, ekonomiye müdahale derecesi arttıkça ve ekonomik özgürlük derecesi düştükçe işsizlik yükselişe geçmektedir. Grafikteki yukarı yönlü oklar ekonomi politikasının daha müdahaleci olduğu dönemleri göstermektedir. Aşağı yönlü oklar ise daha az müdahaleci politika dönemlerine işaret eder. Tekrar edilmeyi hak eder ki, 70'lerin dur-kalk para politikası ve diğer yoğun müdahaleler serisi yüksek bir işsizlik seviyesi ve II. Dünya Savaşı'ndan sonraki en yüksek enflasyona yol açmıştır. Kurallara dayalı ve kural benzeri politikaların keyfî yönetime karşı yükselişe geçtiği 80 ve 90'lı yıllarda sağlıklı büyüyen bir ekonomi, konut balonu çöküşünden sonra geriye dönen müdahalecilik rüzgârı ile tekrar yeni bir zayıf performans dönemine girmiştir. 1970'ten bu yana 50 yıllık ekonomik tecrübenin gösterdiği gibi, keyfî yönetimle beraber ihya olan ekonomik müdahalecilik çözüm olmaktan ziyade sorunları ağırlaştırmaktadır.

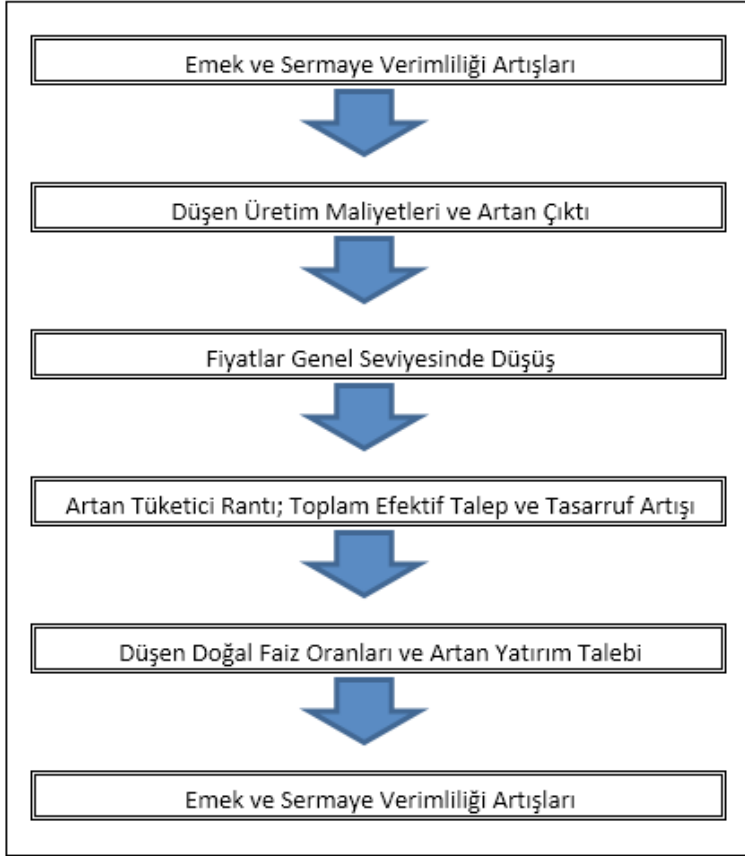
**Grafik 6: ABD'de Müdahale ve İşsizlik Döngüsü**



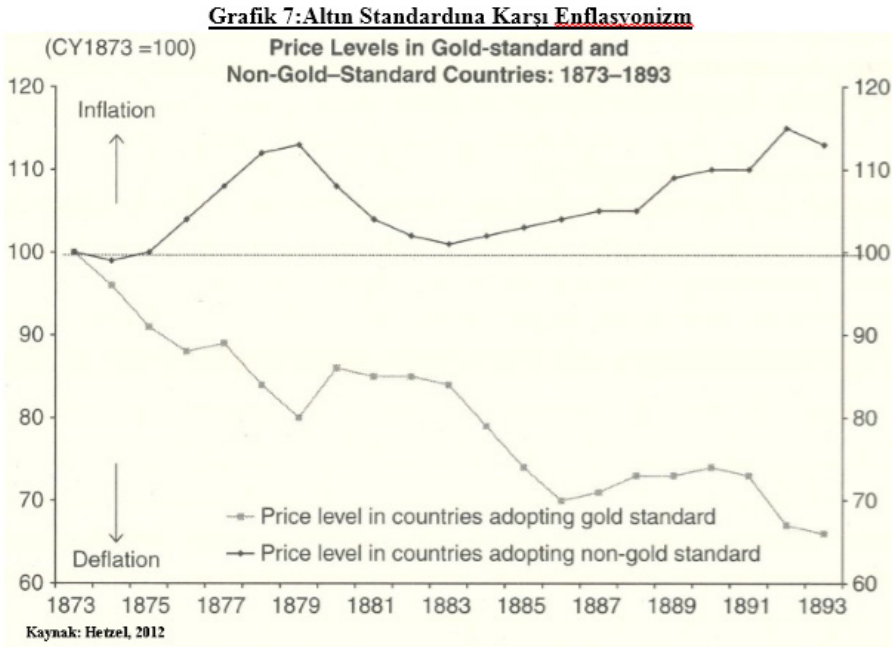
Kaynak; Taylor, 2012

## Verimlilik Normu: Taylor Kuralı'ndan Daha İyisi

Verimlilik Normu merkez bankalarının fiyat seviyesinde emek ve sermaye verimliliği iyileşmelerinden kaynaklanan düşüşleri engellememesini öneren bir para politikası kuralıdır. Norm temel olarak faizin pür zaman tercihi teorisine dayalı olarak (Ed. Herbener, 2011) piyasa faiz oranlarının tamamen serbest bırakılmasını, yani faiz oranlarının doğal seviyelerinde hareket etmesini savunur. Fiyat seviyesinin sıfır veya sıfıra yakın olmasını öğütleyen fiyat istikrarı kuralı/hedeflemesinin aksine, verimlilik normu düşen bir fiyat seviyesinin ekonominin sürdürülebilir doğal büyüme oranında ilerlemesini sağlayacağını, ve bu nedenle de, toplumun refah seviyesindeki artışların parasal fazlalıklarla sterilize edilmemesi gerektiğini öne sürer. Verimlilik normu, *bir parasal dengesizliğin yokluğu şartıyla*, genel ekonomik refahtaki artışın daha çok üreten, ve bunun sonucu olarak doğan bolluk ortamı sayesinde, fiyat düşüşlerini realize eden bir ekonomi ile mümkün olacağını savunur. Nedenellik daha tam olarak aşağıdaki gibi ifade edilebilir;



Doğal faiz oranının sağladığı koordinasyon aracılığı ile doğal büyüme oranında ilerlemesi sağlanan ekonomilerin getirdiği fiyat düşüşlerine bağlı refah artışları günümüzün zengin ülkelerinin gelir seviyesinin altında yatan asıl faktördür. Kısacası, uluslar daha çok tükettikleri için değil, daha çok ürettikleri için zenginleşir. Grafik 7 1873–1893 yılları arasında altın standardını kabul eden ve altın standardının dışında kalan ülkelerin konsolide fiyat seviyelerini göstermektedir. Verimlilik Normunu Hume'cu fiyat-metalparakım (Humean price-specie-flow) mekanizması ile fiiliyata geçirdiği kabul edilebilecek olan altın standardının varlığında, fiyat seviyesi, normun arzu edilir bulunduğu şekilde, yıldan yıla ılımlı bir düşüş göstermiştir. Altın standardı ülkelerinde halkın satın alım gücündeki seküler yükselişe karşın, altın standardını benimsemeyen ülkeler söz konusu dönemde halkın satın alım gücünde % 10'dan fazla bir seviyede gerileme ile karşılaşmıştır.



Verimlilik normu fiyat seviyesi hareketlerinin ekonominin genel gidişatı hakkında önemli bir bilgi taşıdığını ileri sürer. Fiyat seviyesinin seyrini sadece para hacmi belirlemez. Ekonomilerin, parasal olmayan (non-monetary) anlamındaki reel faktörlerinden kaynaklı olarak da fiyat seviyesi değişebilir. Örneğin, dışa kapalı ve ağırlıklı olarak tarımsal üretim yapan bir ülkede meydana gelecek bir tarımsal üretim çöküşü, bir arz şokuna neden olarak, fiyat seviyesinde bir yükselişe sonuçlanır. Ya da savaş durumuna geçen bir ülkedeki anî ve

şiddetli bir talep artışı da fiyat seviyesini yükseltir. Veya kapsamlı verimlilik düşüşleri yaşayan, daha az üreten, ve bunun sonucunda mal ve hizmetlerin görece bir kıtlığına sahip olan bir ekonomide de fiyatlar yukarı doğru hareket eder. Norm bu nitelikteki fiyat hareketlerinin de merkez bankaları tarafından sterilize edilmemesini savunur. Fiyat sisteminin yeterince bir etkinlik seviyesiyle ekonomik faaliyeti koordinasyon görevini ifa etmesi ancak fiyatların serbest değişimi ile mümkün olur. Reel nedenlerden kaynaklı fiyat hareketlerinin sağlayacağı koordinasyon ve değişen koşullara intibak süreci parasal fazlalık veya noksanlıklarla yaratılan sinyal kirliliği ile yavaşlatılmamalı ve zayıflatılmamalıdır.

Bir fiyat istikrarı politikası, verimlilik artışı durumunda fiyatların düşmesini engellemek amacıyla para hacmini artırır, verimlilik azalışı durumunda ise fiyatların artmasını engellemek amacıyla para hacmini azaltır. Para hacmindeki bu değişiklikler Cantillon tesirlerini doğurur. Bu tesirler para hacmindeki değişikliklerin zaman ve mekân/sektör boyutundaki fiyat sistemi yansımalarıdır. Örneğin, parasal fazlalıkların piyasalara dağılması zaman alır. Çoğunlukla bu fazlalıklar, önce belirli birkaç sektöre yönelir ve varlık balonlarının oluşumunu mümkün kılar. Süreç içerisinde, bilhassa üretim faktörleri piyasasındaki fiyatlar doğal seyirlerinden parasal faktörler nedeniyle saptırılır ve bu sapmalar girişimcilerin hesaplama hatalarına düşmelerine, böylelikle sermaye dağılımında yanlış yatırımlara girişmelerine yol açar. Orta ve uzun vadede, parasal fazlalıklar tüketici malları piyasalarına sızar ve nihaî olarak 'tüketici fiyatları endeksinde' artış olarak kendilerini gösterirler. Bu vakte kadar, tüketici fiyatları enflasyonuna bakıp, bir enflasyonist tehlike olmadığını düşünen merkez bankası enflasyonu engellemek amacıyla bu sefer bir frenleyici para politikasına yönelir ve faiz oranlarını artırır. Enflasyonun artışının tüketici fiyatları endeksinde belirginleşmesi, ticari bankaların da kredi faiz oranlarına gömülü enflasyon primini artırmalarına ve yükselen kredi faizleri yoluyla, kredi daralmasına neden olur. Kısaca, bu döngü kendi kendisini geriye saran bir süreç olarak piyasa koordinasyon mekanizmasıdır. Ve bir fiyat istikrarı politikasının bize ekonomik istikrarı garanti edemeyeceğini anlatır.

İkinci önemli bir tesir, fiyat istikrarını hedefleyen bir merkez bankasının dahi aslında reel enflasyona sebep olabilmesidir. Bir yıl içinde % 5 oranında verimlilik artışı gerçekleştiren bir ekonomiyi ele alalım. Diğer şartlar aynı kaldığında, yani para arzı artırılmadığında, fiyat seviyesinde yaklaşık olarak % 5'lik bir düşüş beklenmelidir. Fakat fiyat istikrarını hedefleyen merkez bankasının para arzını % 5 artırarak fiyat seviyesini % 0'da tutması, tüketicilerin refahındaki bir iyileşmeyi paranın satın alım gücünde meydana gelen bir

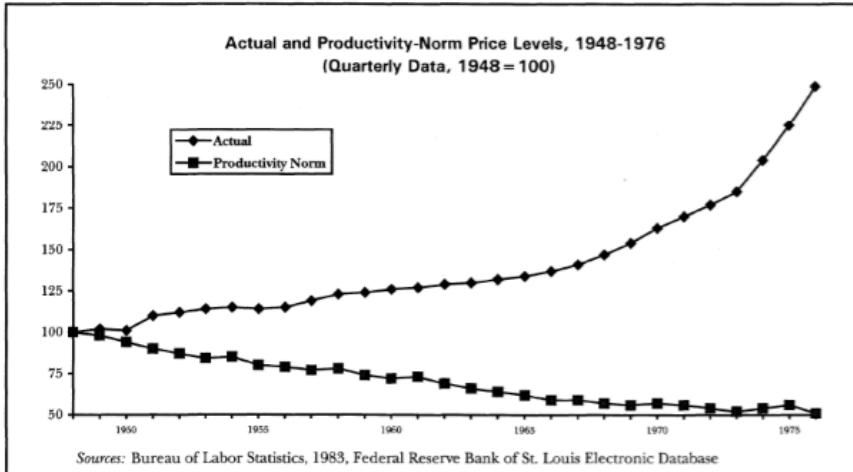


azalma ile engellemesi demektir. Bu örnekte, ölçülen enflasyon oranı sıfırdır. Fakat reel enflasyon oranı % 5'tir.

Verimlilik normu, bu temellere dayanarak, deflasyonu İyi, Kötü **ve Çirkin** olmak üzere üçe ayırır. (Horwitz, 2010). İyi deflasyon, yukarıda açıklandığı üzere, verimlilik artışlarından kaynaklanan ılımlı fiyat düşüşleridir. **Kötü** deflasyon genellikle bir varlık balonunun patlaması sonrası, finansal panikle birlikte gelen durgunluk döneminde yaşanır. İflas eden bankalar nedeniyle para hacminde (M'de) bir azalma, efektif talepteki genel bir düşüş ve para talebindeki artış nedeniyle paranın dolaşım hızında (V'de) bir yavaşlama tarafından doğrulur. Merkez bankaları, klâsik nihaî kredi mercii doktrinin orijinal ilkelerine göre, bu deflasyonist tesirleri yatıştırmaya çalışmalıdır. Bunu yapan bir merkez bankası piyasanın iyileşme sürecine yardımcı olur. Çirkin deflasyon ise merkez bankasının **Kötü** deflasyona karşı durmadığı ve para arzında önemli derecedeki bir çöküşü engellemediği zaman oluşur. Bariz ve ilk akla gelen örneği Büyük Buhran döneminin Büyük Deflasyonudur.

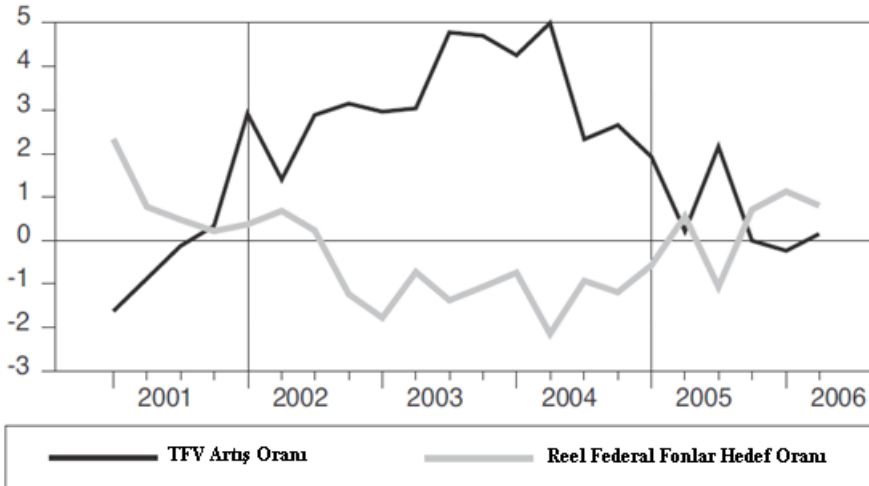
Grafik 8 Amerikan merkez bankası Federal Rezerv şayet II. Dünya Savaşı'ndan sonra verimlilik normunu uygulamış olsaydı, genel fiyat seviyesinin izlemiş olacağı alternatif seyri ve fiyat seviyesinin fiilen izlediği seyri aynı düzlemde karşılaştırır. Üstteki çizgi 1980'e kadar kaydedilen fiilî enflasyon oranıdır. Özellikle 1970 sonrasında şiddetlenme dikkat çekicidir. 1970'ler boyunca Fed [P]hillips Eğrisi anlayışına dayalı olarak son derece kararsız ve sistemsiz bir dur-kalk para politikası uygulamıştır. Bu politika işsizlikle birlikte enflasyonun, yani stagflasyonun temel nedenlerinden biri olmuştur. Verimlilik Normu grafikteki kareli çizgi ile, 70'lerin dur-kalk politikasının alternatif maliyetinin İyi bir deflasyon olduğuna işaret eder. Yıldan yıla ılımlı fiyat düşüşlerine dayalı refah artışı bu dönem süresince *gerçekleşmeyen şeydir*.

**Grafik 8: 1948–1976 Arasında Fiili ve Verimlilik Normu Fiyat Seviyeleri**



Verimlilik Normunun 2008 Büyük Çöküşüne bir tatbiki Selgin (2010) tarafından yapılmıştır. Grafik 9'da da görülebileceği üzere, Fed yaklaşık olarak 2001'den 2006'ya kadar faiz politika oranı olan Federal Fonlar Hedef Oranını çok düşük seviyede tutmuştur. Söz konusu dönem boyunca önemli seviyede artan para hacmine karşın, tüketici fiyatları endeksi düşük kalmaya devam etmiştir. Bunun nedeni temelde Amerikan ekonomisinin kaydettiği verimlilik artışları ve ucuz ithal malları hacminin genişlemesidir. *Başta Çin olmak üzere Asya'nın yükselen ekonomilerinden gelen ucuz ithal malların ve ülke içi üretimdeki verimlilik artışlarının varlığına karşın, fiyatlar Fed'in ürettiği parasal fazlalıklar nedeniyle düşmemiştir.* Fed yöneticileri, dönem boyunca süregelen bu yaklaşık tüketici fiyatları istikrarını kendi politikalarının dengesizleştirici olmadığına bir kanıt olarak değerlendirmiştir. Fakat, tarihi rekor seviyelere yükselen konut fiyatları, ipotek borçlularının konutların toplam borç tutarını aşan kısmını teminat göstererek bankalardan yeni tüketici kredileri almalarını ve konut balonunun genel ekonominin toplam talebini canlı tutmasını sağlamıştır. Elbette, bu parasal fazlalıklar fiyat endeksinin düşmesini engellemekten daha fazlasını yapmıştır. Özellikle konut yapımına uygun arsa arzına yasal düzenlemelerle getirilen yapay kısıtlamaların en çok olduğu eyaletlerde (Sowell, 2010), bu parasal fazlalıklar konut fiyatları balonunun daha da fazla şişmesine yol açmıştır. Verimlilik Normunun konut balonuna daha sofistike bir tatbiki Bahadır, Beckworth, ve Selgin (2011) tarafından yapılmıştır.

**Grafik 9: Verimlilik Artışı ve Para Politikası**



Kaynak: Selgin ve Beckworth, 2010

Verimlilik Normu Alfred Marshall, Ludwig von Mises, Friedrich von Hayek, Dennis Robertson, George Selgin, Kevin Dowd'un da dâhil olduğu uzun bir iktisatçılar listesi tarafından savunulmaktadır. Norm *teorik seviyede* para talebinin gelir esnekliğine bağlı olarak para arzında merkez bankası tarafından yapılan ince ayarlamaları gerekli görür. Örneğin, gelir artışına bağlı olarak, para talebi gelir artış oranı ile aynı seviyede artıyorsa bir müdahale gereği yoktur. Fakat, eğer para talebi gelir artışından daha fazla bir oranda artarsa, yani paranın dolaşım hızı yavaşlarsa, fiyatlar genel seviyesinin verimlilik artış oranından daha fazla düşmesini engellemek amacıyla, merkez bankası paranın dolaşım hızındaki yavaşlamayı telâfi etmeli ve para hacmini artırmalıdır. Bununla birlikte, bu teorik dayanağa bağlı olarak, Verimlilik Normu *uygulamada* bir nominal gelir hedeflemesine dönüşmektedir. Merkez bankası ülkenin nominal gelir artış seyrinin uzun vadeli eğiliminden sapmasını engellemelidir. Genel ekonomide, para talebi artışından ötürü gerçekleşen bir efektif talep şoku veya bir finansal paniğin neden olduğu bir para arzı çöküşünün ikincil tesirleri yatıştırılmaya çalışılmalıdır. Verimlilik Normuna göre, merkez bankası bir tüketici fiyatları seviyesi veya belirli bir varlık fiyatı, ya da bir istihdam seviyesi hedeflemesi yapmamalıdır.

## Parasal Dengesizlik Teorisi

Parasal Dengesizlik Teorisi para arzındaki seküler bir daralmanın (deflasyonun) ücret ve fiyat katılıkları (*wage and price rigidities*) nedeniyle ekonomik aktivitede reel ve olumsuz tesirlere sahip olacağını, ve bu nedenle de, bir deflasyon durumunda merkez bankasının para arzındaki daralmayı telâfi edecek şekilde hareket etmesi gerektiğini öne süren teoridir. Clark Warburton, William H. Hutt, Leland B. Yeager ve Steven Horwitz teorinin üstünde çalışan çok sayıda iktisatçıdan bazılarıdır.

Emeğin iş bölümüne dayalı günümüzün organize ve gelişmiş ekonomilerinde her ekonomik aktör belirli birkaç mal veya hizmeti üretir. Ekonomik aktörler kendi ürettiklerini diğer aktörlerin ürünleri ile değiş tokuş ederek, ilkel bir ekonominin sunabileceğinden çok daha fazla mal ve hizmeti tüketme imkânına erişirler. *Parasal, gelişmiş bir ekonomide*, para bu değiş tokuş işlemlerini kolaylaştıran, hızlandıran ve ayrıca bu işlemlerin hacmini devasa ölçüde genişleten bir değişim/mübadele aracıdır. Tam da bu özelliğinden ötürü, para ancak modern ekonomilerde görülebilen bir sorunun da oluşma riskini doğurur.

Bir ekonomik aktörün ürünü diğer ürünler için talebi teşkil ettiğinden, yetersiz bir talebin varlığı karşılıklı fayda sağlayan değiş tokuş işlemleri-

nin gerçekleşmemesi anlamına gelir. Teoriye göre, *talep yetersizliğinin nedeni tasarruflardaki bir artış veya kredi hacmindeki bir daralma değil*, para arzındaki önemli seviyede bir çöküştür. Tasarruflardaki artış satın alım gücünü düşürmez, finansal sistemin aracılığı sayesinde, satın alım gücünün yalnızca iktisadî aktörler veya zamanlar arasındaki dağılımını değiştirir. Fakat bir para arzı çöküşü mübadele edilecek mal ve hizmetlerin üretimini caydırır. Robert Clower'ın özet ifadesi ile, "*Organize bir piyasada, ürünler parayı satın alır, para ürünleri satın alır – fakat ürünler ürünleri satın alamaz*" (aktaran Yeager, 1986). Dolayısıyla, yetersiz bir para arzı (yani parasal bir etken) istihdam ve üretimin doğal seviyelerinden saporak azalması şeklindeki reel (parasal olmayan) bir soruna neden olur.

Bir para arzı kıtlığı mal ve hizmetlerin (ürünlerin) nispi fazlalığı, bir para arzı fazlası ise mal ve hizmetlerin nispi kıtlığı anlamına gelir. Verimlilik artışlarından kaynaklı ılımlı fiyat düşüşlerinin yarattığı iyi huylu deflasyondan ayrı tutulması gereken, para arzındaki seküler bir çöküş kaynaklı deflasyon durumlarında, ücret oranları ve fiyatlar *hemen, para arzındaki daralmaya eşit oranda, ve piyasa geneline yayılacak şekilde düşmez*. Eğer yeterince kısa sürede ve orantısız fiyat düşüşleri gerçekleşebilseydi, piyasa aktörleri parasal daralmayı tesirsiz kılabilirlerdi. Fakat gerçek dünyada ekonomik aktörler zamanla, parça parça, ve el yordamı ile yeni para arzına uyum sağlar.

Ücret ve fiyat katılıklarının üç temel nedeni vardır; **(1)** Nominal borç sözleşmeleri ve emek piyasasındaki ücret sözleşmeleri fiyat hareketlerine kolayca ve mükemmel bir şekilde endekslenemez. Örneğin, parasal daralmadan önce imzalanmış toplu iş sözleşmeleri, bir deflasyonun başlamış olmasına rağmen, uygulamada kalmak zorunda olabilir. **(2)** Menü maliyetleri ve (emek piyasasının dışında kalan) bütün yeni pazarlıkların getireceği maliyetler mevcut fiyatlardaki gerekli düzeltme ve değişikliklerin ertelenmesine yol açabilir. **(3)** Bir deflasyon durumunda, satıcılar genellikle satış fiyatlarını indirmede gönülsüz kalırlar. Piyasalardaki bütün ücret oranları ve fiyatlar bir örümcek ağını andırır şekilde bir birine bağ(ım)lıdır. Bu bağlılık, "İlk Kim Adım Atacak?" sorununu yaratır. Bilhassa, satıcının ürünü için esnek olmayan bir talep varsa bu sorun ağırlaşabilir. Fiyat hareketlerine dayalı şu üç durum mevcut olmadıkça, satıcı kendi fiyatlarını düşürmeyi avantajlı bulmaz. **(A)** Diğer satıcıların fiyatları düşürerek rekabeti şiddetlendirmeleri. **(B)** Satıcının üretim maliyetlerinde düşüş eğilimi ile rekabet avantajı kazanması. **(C)** Genel olarak fiyatlardaki düşme sayesinde satıcının yaşam maliyetlerinde düşüş ve alım gücünde artış. Bu koşulların gerçekleşme derecesine bağlı olarak, satıcılar da kendi fiyatlarını indirme yönünde sinyal alırlar. Bu koşullar gerçekleşmedikçe, ilk önce başkalarının adım atmasını bekleyeceklerdir.

Türk Lirası'ndan altı sıfır atma tecrübesi konumuza mükemmel bir örnek teşkil eder. Yeni TL'ye geçiş amacıyla silinen altı sıfır nominal olarak para arzında devasa bir daralma anlamına gelir. Ancak kritik nokta şudur; 01.01.2005 tarihi itibarıyla, *ekonomimizin bütün aktörleri tek hamlede ve aynı anda kendi fiyatlarından altı sıfırı silmiştir*. Dolayısıyla, yeni para arzına bir gecede gerçekleşen mükemmel bir intibak mümkün olmuştur. Reel olarak para arzı değişmemiştir. Mallar ve hizmetler ile para arzı arasındaki bağlantı bozulmamıştır. Elbette, genellikle bir varlık balonunun çöküşüyle gelen bir finansal panik ve ekonomik krizin doğurduğu deflasyon koşullarına böyle bir mükemmellekle intibak sağlanması mümkün değildir.

Bu teşhise dayalı olarak, teori merkez bankalarına para arzındaki seküler daralmaları telâfi etme hedefini verir. Dikkat edilirse, teori kredi hacmi ile ilgili bir hedefleme içermez. Merkez bankalarının, ticari bankaları yerinden edecek şekilde, faiz oranları manipülasyonu dolaylı yoldan kredi tahsis işine girişmesini öğütmez. Batan finansal ve finansal olmayan kurumların kurtarılmasını yanlış bulur.

Teorinin 1929 sonrasının Büyük Buhran'ına bir tatbiki Milton Friedman ve Anna Schwartz'ın *A Monetary History of the United States, 1867-1960* isimli eserinde yapılmıştır. Friedman ve Schwartz, para arzındaki yaklaşık 1/3 oranında daralmaya karşın, Fed'in bu daralmaya yönelik eylemsizliğinin ağır bir deflasyona yol açtığını ve Büyük Buhranı derinleştirdiğini iddia etmiştir. 2008 Büyük Çöküşü sonrasının resesyonunu "Büyük Resesyon" yapan temel neden olarak, para arzı artışındaki yavaşlık ve yetersizliği teşhis eden önemli bir çalışma ise Hetzel (2012) tarafından yapılmıştır.

### **Klâsik Nihaî Kredi Mercii Doktrini/Bagehot Kuralı**

Klâsik nihaî kredi mercii doktrini finansal kriz ve panik anlarında merkez bankalarının nasıl bir politika izlemesi gerektiğine dair normatif nitelikte (kural koyucu) bir teoridir. Daha kısa bir ifadeyle Bagehot Kuralı olarak da bilinir. İlk olarak Henry Thornton (1760-1815) tarafından *An Inquiry Into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* (Büyük Britanya'da Para Kredisinin Doğası ve Sonuçları Üzerine Bir İnceleme-1802) isimli eserinde geliştirilmiş, ve daha sonra Walter Bagehot (1826-1877) tarafından *Lombard Street: A Description of the Money Market* (Lombard Caddesi: Bir Para Piyasası Tasviri-1873) ile olgunlaştırılmıştır. Thornton ve Bagehot'un ikisi de Bank of England (İngiltere Merkez Bankası) özelinde finansal panik ve bankalara hücum durumlarında merkez bankasının makroekonomik bir sorumluluk taşıması gerektiğini savunmuşlardır. İngiltere Bankasının 19.

Yüzyıldaki finansal panik anlarında, sahip olduğu para basma imtiyaz ve tekeli veri alındığında, piyasada oluşan likidite sıkışıklığı ve para arzındaki seküler çöküşü engellemesi gerektiğini iddia ederek, ilk merkez bankalarının başlangıçta gönülsüz üstlendikleri son çare ödücü fonksiyonunu temel bir görev olarak benimsemelerinin yolunu açmışlardır.

Nihâî kredi ödücü fonksiyonu sayesinde merkez bankaları, bir bankalara hücum durumunda, müflis kurumların yanında, müflis olmayan (solvent) fakat sadece likidite sıkışıklığı içindeki kurumların da iflas etmesini engellerek, bulaşma veya “domino” tesirlerini asgarî seviyeye indirmeyi amaçlar. Dolayısıyla, doktrin klâsik veya orijinal ifadesinde müflis olan (insolvent) ve likidite sıkışıklığı içindeki (illiquid) kurumlar arasında temel öneme sahip bir ayırım yapar. Likidite bir şirketin yükümlülüklerini karşılamak üzere kısa vadede nakit edinme yeteneğidir. Bir şirketin likit olup olmadığı nakit akımlarına, ve mevcut varlık ile yükümlülüklerinin terkiğine bakılarak anlaşılır. Borç ödeme gücü (solvency) ise bir şirketin uzun vadeli yükümlülüklerini ödeme gücü ve bu suretle uzun vadede ayakta kalma yeteneğidir. Bir şirketin müflis olup olmadığı da, yine mali tabloları üzerinden, uzun vadeli kârlılığı ve finansman yapısına bakılarak anlaşılır.

Bagehot Kuralı ve mantığı kısaca şu şekilde ifade edilebilir;

*Finansal panik ve bankalara hücum anlarında, domino taşları bulaşma tesirlerini önlemek amacıyla, merkez bankası (nihaî kredi mercii) sadece 'likidite sıkışıklığı içindeki müflis olmayan' kuruluşlara, cezalandırıcı faiz oranlarından ve sağlam teminatlar karşılığında, herhangi bir tutar sınırlaması olmaksızın serbestçe likidite sağlamalıdır. Nihâî kredi mercii etkisiz ve basiretsiz yönetiminin sorumluluğunu taşımak zorunda olan müflis/batık kurumları asla kurtarmamalıdır, çünkü bir kurtarma müdahalesi topluma bir fayda sağlamaz ve sadece hâlihazırda doğmuş olan zararların farklı sektörler, girişimler, şimdiki ve gelecek nesiller arasındaki dağılımını değiştirme başarısını gösterebilir.*

Ekonominin genel mübadele denklemini basitçe **Millî Gelir=M.V=P.Q** üzerinden ifade edersek, eşitliğin para arzını oluşturan **M.V** tarafında, **M**'de (para hacminde) iflas eden finansal kurumların sonucu oluşacak bir daralmayı telâfi edecek kadar, ve ayrıca **V**'de (paranın dolaşım hızında) bir efektif talep şokunun sonucu oluşacak seküler bir yavaşlamayı telâfi edecek kadar para miktarını artırmak amaçlanmalıdır. Bu nedenle, kural bir nominal gelir hedeflemesi yapmış olur. Genel mübadele denkleminin reel (non-monetary) tarafında bir değişim amaçlamaz. Herhangi bir varlık, ücret, veya finansal aracın fiyatını (**P**) hedeflemez, üretim miktarında veya istihdamda (**Q**) bir değişimi amaçlamaz. Uzun vadede merkez bankaları para politikasının sınırlarını hesaba katar. Nominal büyüklüklerin ekonominin doğal büyüme oranı, doğal işsizlik oranı, ya da doğal faiz oranı gibi eğilimlerini ancak kısa vadede etkileyebileceğini kabul eder.

Kuralın istikrarlı bir para arzını hedeflemesinin altında yatan temel faktör ücret ve fiyat katılıklarıdır. Paranın miktar teorisinin David Hume tarafından ifade edilen en pür hâlinde, para arzındaki bir artış, belirli bir zaman aralığından sonra, bu artış oranında ücret ve fiyatlardaki bir yükselişle sonuçlanır. Para arzındaki bir azalış ise, belirli bir zaman aralığından sonra, bu azalış oranında ücret ve fiyatlardaki bir düşüşle sonuçlanır, ve genel makroekonomik denge korunmuş olur. Piyasa karar birimlerinin para arzındaki değişimlere yönelik tepkisi, süreç içinde ekonominin yeni koşullara ayak uydurma ve intibak sağlama yeteneğinin bir parçasıdır. Miktar teorisinin Humecü bu pür formunda bu intibak sürecini engelleyen ve önemli ölçüde yavaşlatan şey, yani “ücret ve fiyat katılıkları” dikkate alınmamıştır. Günümüzün modern ekonomilerinin parasal fazlalıkların sebep olduğu yukarıya doğru fiyat hareketlerinde pek bir zorlukla karşılaşmamasına rağmen, piyasa ekonomisinin kendi bünyesinden kaynaklı ücret ve fiyat katılıklarına ilâveten, regülasyon örgüsü ve bir bütün olarak devletin ekonomik eylem ve müdahalelerinden kaynaklı yapay ücret ve fiyat katılıkları da vardır. Modern ekonomilerin bu yapısal/kurumsal özelliğinden ötürü, bir finansal paniğin getireceği ciddi seviyedeki bir para arzı çöküşü deflasyonist tesirleri ağırlaştırma etkisine sahiptir. Bu yüzden, merkez bankaları para arzındaki bu tür bir daralmaya seyirci kalmamalıdır. Serbest bankacılığı ve uluslararası altın standardını her ülkenin kendi merkez bankasına sahip olduğu bir sisteme tercih eden Bagehot bu politika önerisini bir “ikinci iyi” olarak düşünmüş ve savunmuştur.

Kuraldaki cezalandırıcı, yani yüksek faiz oranları (penalty rates) üzerinden likidite sağlama önerisinin altında para arzındaki artışın panik koşulları yatıştıktan sonra enflasyonist etki göstermesini engelleme amacı vardır. Piyasa koşulları işlerin normal gidişatı denebilecek bir duruma dönüş yaptığında, bankalar diğer finansal kurumlardan temin edecekleri daha düşük faizli kredileri kullanarak, merkez bankasına cezalandırıcı oranlar üzerinden borçlandıkları kredileri kapatıp, fazla paranın piyasadan çekilmesine neden olacaklardır. Böylece, deflasyon riskine ilâveten enflasyon riski de önlenmiş olur. Cezalandırıcı faiz oranlarının bir diğer önemli işlevi daha vardır. Merkez bankası bu yüksek oranlardan borç vererek kendisini gerçekten nihaî kredi mercii konumuna taşır. Bu sayede, gerçekten bir likidite sıkışıklığı içinde olmayan bir banka merkez bankasına başvuru yapmayacaktır. Çünkü piyasadaki daha ucuz ödünç oranları üzerinden borçlanmak daha elverişli olacaktır. Son kredi sağlama kolaylığı merkez bankasının alacağı sağlam/batık olmayan teminatlar üzerinden yapılmalıdır, aksi takdirde nihaî kredi mercii uygulaması kuralın yasakladığı bir eylem olarak bir bankaları kurtarma (bail-out) operasyonuna dönüşebilir. Thornton ve Bagehot batık kurumları



bir kurtarma operasyonunun, fiilen zaten gerçeğe dönüşmüş olan zararların farklı vergi mükellefleri, sektörler veya nesiller arasındaki dağılımını değiştirmekten öteye gitmemesi; kamusal bir fayda sağlamaması nedeniyle yanlış ve gereksiz bir politika olduğunu düşünmüştür. Bu tür bir politikanın ayrıca kâr ve zarar mekanizmasının sağladığı bir ödüllendirme ve cezalandırma süreci olarak piyasa disiplini üstündeki ters etkileri de son derece önemlidir. Fazla risk alan, aşırı büyüyen ve bir iflas durumundan merkez bankası marifeti ile kurtulan bir kurum, kendi kararlarının sonuçlarından ticari basiretle çalışan kurumlara ve bireylere yük bindirilmesi suretiyle korunarak, finansal piyasaların “ahlakî tehlike” sorununu ağırlaştırır. Bu tür bir politika her türlü imtiyaz ve ayrıcalığın engellendiği bir sistem olarak hukukun üstünlüğü ilkesi açısından da eleştirilmiştir (White, 2010).

Bagehot, bu değerlendirmelere dayalı olarak, merkez bankalarının nihaî kredi mercii politikasının önceden kamuya duyurulmuş ve taahhüt edilmiş olmasının iki önemi fayda sağladığını fark etmiştir. Birincisi, aşırı riskli ve spekülâtif bir iş yapma anlayışındaki işletme yönetimlerinin aşırı büyüme eğilimlerinin sınırlandırılması, piyasa disiplini mekanizması ile kontrol altına alınması, ve bu suretle ahlakî tehlikelerin en aza indirilmesidir. İkincisi, bir panik anında, merkez bankasının hareket tarzını bilen ve bu politikaya güvenen mudilerin bankalara hücum etme güdülerinin en aza indirilmesi ve bulaşma/domino etkilerinin borç ödeme gücüne sahip kurumlara doğru yayılmasının engellenmesidir.

Konut balonunun 2008'deki nihaî sönüşünün ardından, Fed para arzında büyük ölçekli bir artışı üretmiş olmasına rağmen, bunu herhangi bir kurala bağlı olmaksızın gerçekleştirdiği için, bu defa büyük bir enflasyon riski yaratmış ve tekrar Bagehot Kuralına itibar etmemiştir. Fed Washington Mutual ve Lehman Brothers'ın iflas etmesine izin vermiş, fakat Bear Stearns ve AIG gibi kuruluşları kurtarmıştır. Bu tercihler büyük seviyede belirsizlik yaratan bir politika olmuştur. İlâveten, Fed parasal genişleme programları marifeti ile, çok düşük faiz oranları üzerinden finansal sisteme para pompalamıştır. Parasal politikadaki öngörülebilir bir çerçevenin yokluğu John B. Taylor tarafından 2008 krizini ağırlaştıran ve resesyonu uzatan bir faktör olarak teşhis edilmiştir (Taylor, 2008). Fed'in 2008 ve sonrası eylem ve müdahalelerini dikkatli bir incelemeden geçiren Humphrey'in (2010) ve Hummel'in (2011) çalışmaları Fed'in Bagehot kuralını ihlalini detaylarıyla sergilemiştir.

Bagehot Kuralı Verimlilik Normu ile tutarlı bir bütün oluşturur. Kural altında Verimlilik Normunun parasal dengesizlik teorisi ışığı altında panik ve bankalara hücum anlarına bir tatbiki görünümünü kazanmaktadır (Selgin,



1997). Kural günümüz para piyasaları için tatbik edilebilirliğini korumaktadır ve bu yönde güncellenmiş operasyonel bir işleyiş biçimi Selgin (2012) tarafından önerilmiştir.

## Verimlilik Normunun Türkiye'nin 2005 Sonrası Para Politikasına Bir Tatbiki

### *2002 Sonrası Ekonomi Politikasının Doğruları*

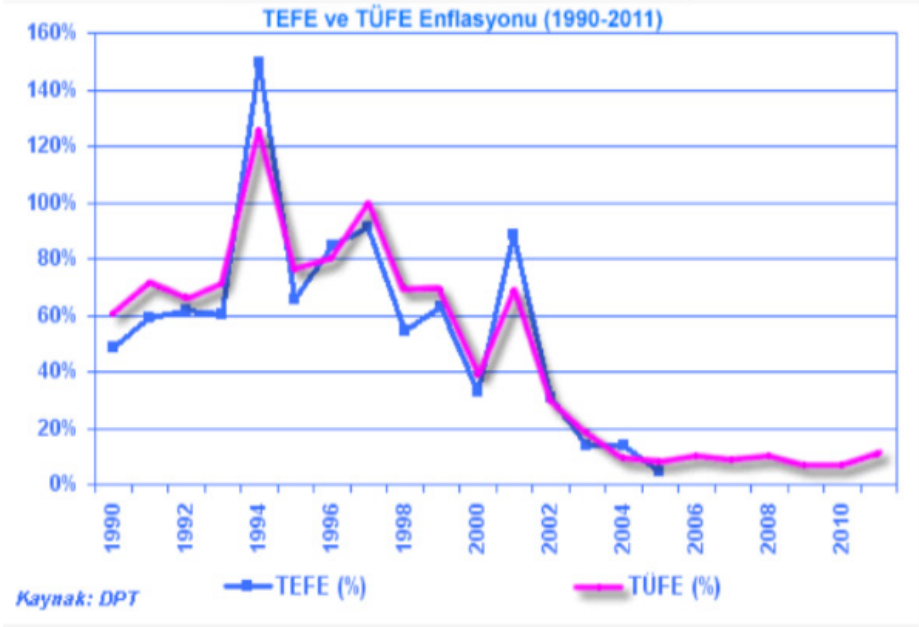
Para politikamızın seyri Türkiye'nin 2000'lerdeki büyük ekonomik dönüşümünün önemli bir parçası olmaktadır. Para politikası 1993–2002 arası dönemde ortalama olarak % 70,4 oranında bir enflasyonu üretmişti. Grafik 10'da da görüldüğü üzere, bu yüksek enflasyon oranı aynı zamanda büyük dalgalanmalarla kararsızlık/volatilite göstermekteydi. Yüksek bir enflasyon oranı tek başına bile bir hayli yıkıcıdır. Fakat bizim sorunumuz ne yazık ki sadece bu değildi. Enflasyon oranının öngörülemesizliği, büyük boyutlarda inişler ve çıkışlar kaydetmesi bu yıkıcılığı önemli ölçüde katlayan fazladan bir yük olmaktaydı. Fiyat sistemimiz bir bütün olarak hem büyük bir gürültüyle çalışıyor hem de yanlış sinyaller gönderiyordu. Bu durumu bozuk bir ses kaydının bozuk bir hoparlörden dinlenmesine benzetebiliriz. Dolayısıyla, ekonomik karar birimleri ancak el yordamıyla faaliyetlerini sürdürmekteydi.

Bu bozulmuş sinyallere bakarak hareket eden aktörler enflasyonsuz oyun sahasının mümkün kılacağı çok daha randımanlı etkinliklerden büyük ölçüde alıkondular. Sonuç, özel sektörün kullanabildiği mevcut kıt kaynakların hatalı tahsisi ve genel itibarıyla çok verimsiz çalışan bir ekonomiydi. Bunun üstüne, yatırım için kullanılabilir kaynakların önemli bir kısmının dibe vuran popülizm eşliğinde politik önceliklere yönlendirilip israf edilmesini de eklediğimizde, 2000'li yılları piyasaların bütününe yayılan ekonomik bir kriz ve bir devlet borcu krizi birlikteliği ile karşılamış olmamız hiç de şaşırtıcı değildir.

2003 yılında % 18,4 olan enflasyon oranı 2004 yılında % 9,3'e indi ve günümüze kadar da çok nadiren % 10'un üstüne çıktı. Ekseriyetle % 10'un altında kalan, 1990'lardaki seyrine nispetle çok daha düşük ve çok daha öngörülebilir olan enflasyon oranımız fiyat sistemimizin etkinliğini önemli seviyede iyileştirdi. 2003 sonrası dönemde adeta enflasyonu % 10'un altında tutma yönünde kural benzeri bir politika vardır. Buna zımnî bir enflasyonu % 10 altında tutma taahhüdü de diyebiliriz. *1990'lar ile 2000'leri birlikte resmeden grafiğe bakınca, fiyat sisteminin ekonomik faaliyeti koordine etme yeteneğinde büyük bir gelişme olduğu bariz bir şekilde görünür.* Ekonomik karar birimleri çok daha doğru sinyaller veren bir göstergeler bütününe bakmaktadır. Bunun

sonucunda daha etkin kaynak tahsisi ve verimlilik artışları oluşmaktadır. Enflasyonun istikameti büyük ölçüde öngörülebilirdir. Bu da uzun süreli iş ilişkisi ve sözleşmelerinde aktörlerin görüş sahasını genişletmekte ve onların değişen koşullara intibak sağlama yeteneğini güçlendirmektedir. Bu dönüşüm, 2003 sonrası ekonomik büyümenin sağlam nedenlerinden birisidir ve para politikasının doğru kısmıdır.

**Grafik 10: Türkiye’de Enflasyon 1990–2011**

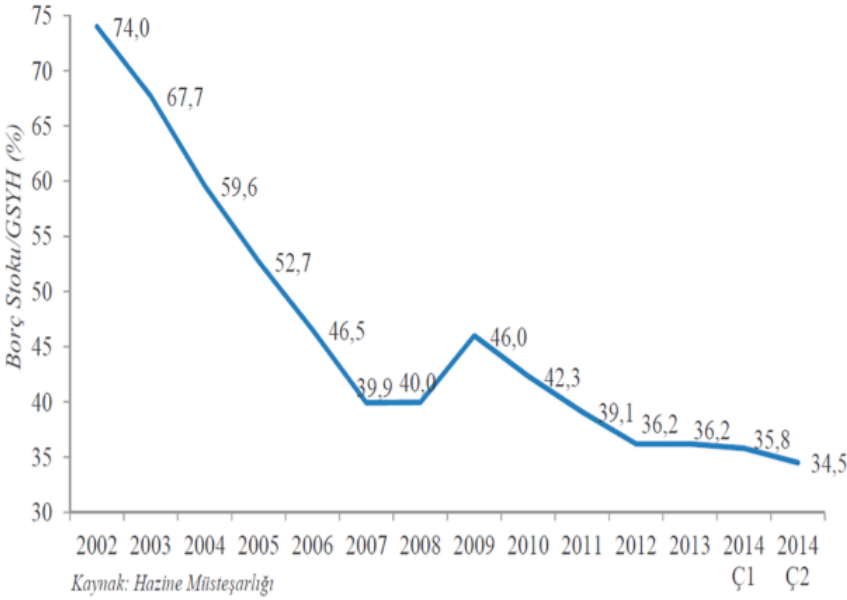


Maliye politikamız ise ekonomi politikası bütününe en doğru ve başarılı kısmını teşkil etti. Bu politika sonucunda AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoğumuzun Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya (GSYH) oranı 2002'deki % 74'ten 2014 sonu itibariyle % 35 civarına kadar indi. Genel Devlet Bütçe Açığının GSYH'a oranı ise 2002'de % 10,8 iken, 2014 sonu itibariyle % 1 seviyelerine geriledi. (Mali sorumluluk anlayışındaki bu iyileşme Kamu Net Borç Stoğu ve Merkezi Yönetim Borç Stoğu rakamları üzerinden de açık bir şekilde görülebilir). Bu rakamlar borç stoğunun millî gelire oranının en fazla % 60, bütçe açığının ise en fazla % 3 olmasını gerektiren Maastricht Kriterleri ile kıyaslandığında başarılı bir maliye politikası izlendiğine işaret eder. Türkiye'nin bu iki kıstas açısından durumu OECD Ülkeleri, Euro Bölgesi ve Gelişmekte Olan Ülkelerin ortalama rakamları ile kıyaslandığında da gayet iyi bir resim çizer.

Kamu kesimi dengelerindeki bu iyileşme ekonomik bünyemizde işleri önemli ölçüde ve olumlu yönde değiştirdi. Hükümet borç yükünün millî ge-

lire oranla azaltılması yönündeki kural benzeri güçlü bir taahhüdü vermekte ve önümüzdeki yıllarda dengelerdeki iyileşmeyi sürdüren rakamları hedeflemektedir. Türkiye 2000'li yıllarda kayda değer seviyede özelleştirme de yaptı. Fakat maliye politikasındaki söz konusu basiretli politikanın aslında son 13 yıllık süreçte yapılan en büyük özelleştirme olduğunu belirtmemiz gerekli. Bu politikanın sonucunda devletin ödünç verilebilir fonlar üzerindeki tahakkümü ve aslında kamulaştırması önemli seviyede azalmıştır. Kaynakların 1990'lara nazaran çok daha büyük bir kısmı, verimsiz kamu kesiminden, kâr ve zarar disiplini altında çok daha verimli çalışmak zorunda olan özel sektörün kullanımına akmıştır. Bunu suyun çorak ve taşlı budaklı bir araziye değil ama verimli düz bir ovaya akmasına benzetebiliriz.

**Grafik 11: Türkiye'de AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoğu**



Bu akış ödünç verilebilir fonların özel kesim için gerçekten ödünç verilebilir hâle gelmesi sonucunda gerçekleşmektedir. 2002'deki 230 milyar dolarlık milli gelirin 2014'te 800 milyar dolara tırmanmasına kamu politikasınca verilen en büyük destek bu değişimdir. Bankaların ellerindeki kaynakların büyük kısmını devlet borcuna yönlendirdiği bir durumdan, bu büyük kısmı kredi arzını artırmak suretiyle girişimcilerin kullanımına sunduğu ve bu nedenle de faizlerin düştüğü bir yapıya geçiş serbest piyasaların nefes almasına ve genişlemesine yol açmıştır.

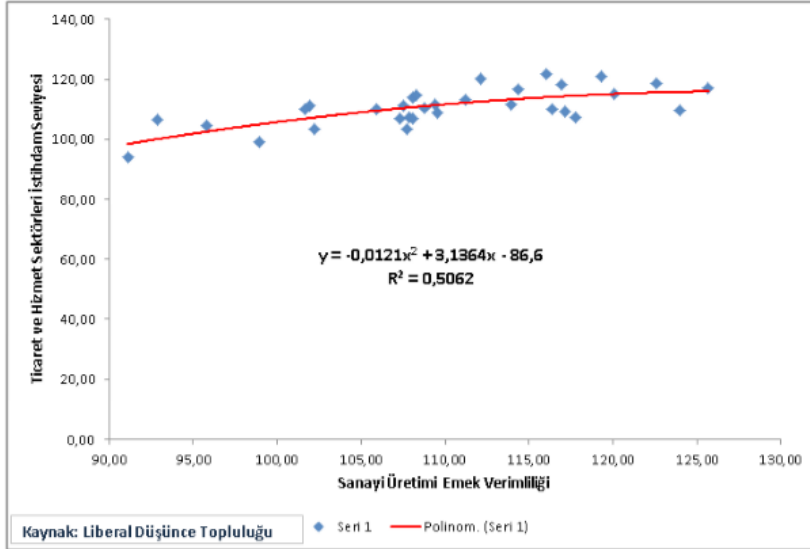
Yabancı sermaye girişlerinin artışı, 50 milyar \$'ı aşan özelleştirme toplamı, havayolu taşımacılığının en güzel örneğini teşkil ettiği üzere rekabet

yanlısı bir kısım deregülasyon, iç piyasaları entegre hâle getiren ve dış piyasalarla bağımızı güçlendiren altyapı/iletişim donanımımızdaki büyük ölçekli yatırımlar, bankacılık, turizm, otomotiv, inşaat gibi kilit sektörlerde yoğunlaşan rekabet, 1990'lara nispetle çok daha fazla sayıda özel girişimin piyasaya dâhil olması ile kalite sıçrayışı gerçekleştiren eğitim ve sağlık hizmetleri, sabit kur dayatmasından vazgeçilmesi ve bu sayede, dış ticaret açığı kaynaklı bir döviz kıtlığı/şoku yaşamamızı engelleyen *dalgalı kur rejimine esas itibariyle sadık kalınması* gibi faktörler bu millî gelir tırmanışının diğer önemli belirleyicileri idi.

### Veri

Verimlilik Normu TCMB'nin ürettiği parasal dengesizlikleri de teşhis edebilir. Ne yazık ki, Türkiye'de üretim faktörleri toplam verimliliğini, ya da alternatif olarak kullanılabilir, ekonomi geneli için sadece toplam emek veya sadece toplam sermaye verimliliğini gösteren resmî bir istatistik bulunmamaktadır. Ancak Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Verimlilik Genel Müdürlüğü tarafından hazırlanan 2005–2012 Arası Üç Aylık Dönemler İtibariyle Toplam Sanayi Üretimi Çalışan Kişi Başına Üretim Endeksi zaman serisi verileri sanayi ve tarım ürünleri sektörleri için hazırlanmaktadır. Bu nedenle, ticaret ve bütün hizmet sektörleri dışarda kaldığından ekonomi geneli için bir toplam emek verimliliğine tekabül edememektedir. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ise bir Ticaret ve Hizmet Sektörleri İstihdam Endeksine sahiptir. Ticaret ve Hizmet İstihdam Endeksi de 2005–2012 Arası Üç Aylık Dönemler İti-

**Grafik 12: Veri Dağılımı ve Regresyon**



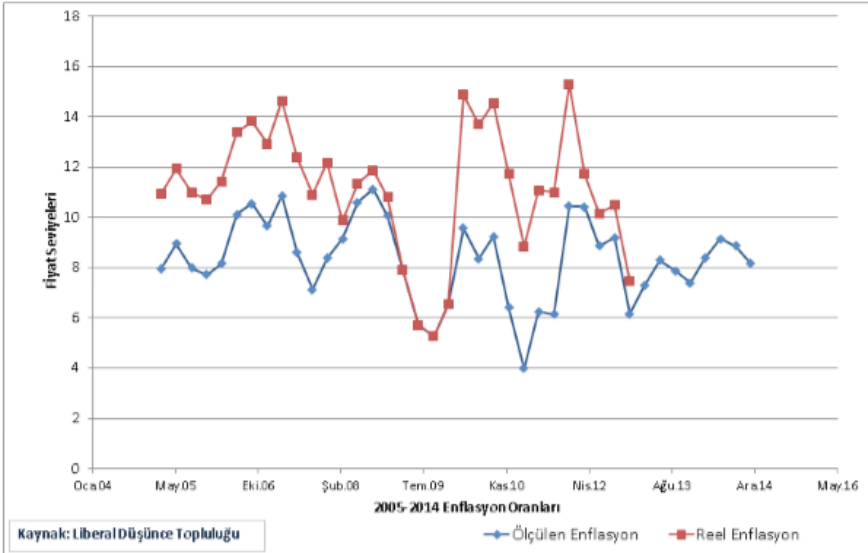
barıyla istihdam seyrini raporlamak üzere düzenlenmiştir. Teorik olarak iddia edilebilir ki, Ticaret ve Hizmet İstihdam Endeksinin seyri ile Toplam Sanayi Üretimi Çalışan Kişi Başına Üretim Endeksinin gösterdiği seyir birbirinden çok farklı bir dağılım göstermeyecektir. İki zaman serisi arasında bir regresyon hesaplaması yaptığımızda da çıkan sonuç  $R^2=0,51$  gibi teorik beklentiyi destekleyici bir rakam olmaktadır. Grafik 12 iki zaman serisinin dağılımını ve regresyon sonucunu göstermektedir.

Dolayısıyla, Toplam Sanayi Üretimi Çalışan Kişi Başına Üretim Endeksi ile Ticaret ve Hizmet Sektörleri İstihdam Endeksi arasında anlamlı bir bağlantı olduğunu düşünmek mümkündür. Bu sonuca dayalı olarak, iki zaman serisinin birleştirilmesi sureti ile ekonomi geneli için *vekâleten bir toplam emek verimliliğine* ulaşılabilir. Kuvvetle muhtemeldir ki, eğer vekiline değil de, bizzat toplam emek verimliliğinin resmî bir verisine sahip olsaydık, bize çok farklı bir seyir göstermeyecekti. Manzarayı yeterince yaklaşık olarak doğru çizebildiğimiz söylenebilir.

#### *Reel Enflasyon Oranımız*

Gerekli veri düzenleme ve birleştirme işlemlerinden sonra verimlilik normu ışığı altında hesaplanan Türkiye'nin Reel Enflasyon Oranı Grafik 13'te yer almaktadır. Reel Enflasyon Oranı normun öne sürdüğü üzere Ölçülen Enflasyon Oranına verimlilik artış oranının eklenmesi ile bulunmuştur. İlmî verimlilik artışları kaydederek daha fazla üreten bir ekonomi olmamıza rağmen, ılımlı fiyat düşüşleri gözlemlenmemektedir. Bilâkis, ölçülen enflasyon oranı % 4'ün altına hiç düşmemiştir, çünkü TCMB verimlilik artışlarını sterilize etmenin de ötesine geçen boyutlarda bir para arzı artışı gerçekleştirmektedir.

**Grafik 13: Türkiye'de 2005 Sonrası Ölçülen ve Reel Enflasyon Oranları**



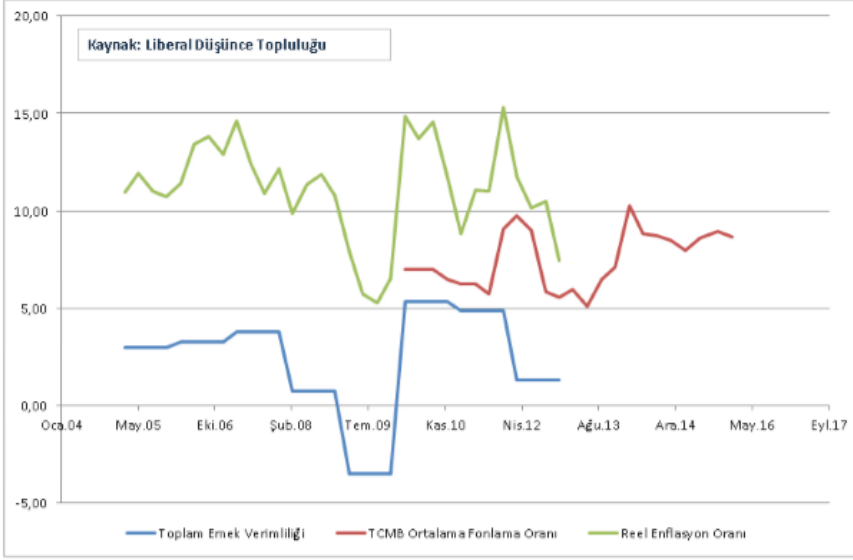
Grafiğimizin işaret ettiği ilk tespit Reel Enflasyon Oranının 2005 sonrası dönemde % 10'un üzerinde oluşudur. Hane halkının satın alım gücündeki düşüş ölçülen enflasyon oranının gösterdiğinden önemli seviyede daha fazladır. TCMB sandığından daha fazla fiyat istikrarı hedefinin uzağına düşmektedir. İkinci husus ise fiyat sistemi etkinliği ile ilgilidir. 2000 sonrası para politikası 1990'larla kıyaslandığında bir hayli dengeleştiricidir. Yukarıda da belirttiğimiz üzere, 2000'lerin fiyat sistemi etkinliği 90'lara nispetle çok büyük ilerleme kaydetmiştir. Fakat, 90'lara kıyasla değil de, verimlilik normu ışığı altında daha derinlemesine bakıldığında, bu ilerleme kesinlikle daha gidecek uzun bir mesafeye sahiptir. Hâlen fiyat sisteminin ekonomik faaliyeti koordine etmesindeki etkinsizlikler yüzünden kaynakları en uygun yerlere tahsis edememekteyiz. Enflasyon millî gelirimizi baskı altına alan ve kaynak israfına da yol açan önemli bir sorun olarak kalmaya devam etmektedir. Yüzde sıfır seviyesinde tanımlanan gerçek bir fiyat istikrarı ile veya daha da iyisi üretim faktörleri toplam verimlilik artış oranı seviyesinde düşüşler kaydeden iyicil bir deflasyon ile millî gelirin daha da artırılması ve kaynak dağılımının etkinliğinin iyileştirilmesi mümkündür. Bizi bu ilerleme yolundan maalesef para politikamız alıkoymaktadır.

#### *Bir İstikrarsızlık Kaynağı Olarak TCMB*

Bütün bunlara ilâveten, ileri bir analiz adımı olarak, elde ettiğimiz Toplam Emek Verimliliği ile Reel Enflasyon Oranını TCMB'nin faiz politikası ile karşılaştırmak Türkiye'nin 2009–2015 makroekonomik döngüsünü açıklayıcı olacaktır. Grafik 14 bize bu karşılaştırmayı sunmaktadır. Mavi çizgi Toplam Emek Verimliliğini, yeşil çizgi Reel Enflasyon Oranını, kırmızı çizgi ise TCMB'nin Ortalama Fonlama Oranını tek bir düzlemde resmektedir.

TCMB Ortalama Fonlama Oranı faiz politika oranını temsil etmektedir. 2011'in ilk ayı itibariyle operasyoneldir. Fakat, 2010 yılı MB Haftalık Repo Oranı'nı kullanarak kırmızı çizgiyi 2009'un sonuna kadar geriye çekmek mümkündür. 2009 yılı küresel ticaret hacmindeki çöküş nedeniyle Türkiye ekonomisi için de bir daralma yılıydı. 2008 Büyük Çöküşü ve müteakip büyük resesyon bizim için dışarıdan gelen ve etkisi sadece bir yıl ile sınırlı kalan bir dalgalanmaydı. Küresel kriz gerçekten de bize teğet geçmişti. 2009 sonrası dönemde TCMB politika oranı Reel Enflasyon Oranının hep altında kalmaktadır, yani reel faiz politika oranımız negatiftir.

Yeşil çizgi ile kırmızı çizgi arasında kalan şişik bölge MB'nin aşırı gevşek bir politika izlediğini ve bir parasal fazlalık ürettiğini gösterir. Ekonomimizin son beş yıllık dönemindeki dalgalanma seyrini başlatan şey, herhangi bir parasal dengesizlik sorunumuz, daha tam olarak bir deflasyon riskimiz olmadığı

**Grafik 14: 2009 Sonrası Parasal Dengesizliğimiz**

*hâlde*, TCMB'nin faiz politika oranının aşırı düşük seviyelerde tutulmasıydı. Grafik 14 bu döngüyü resmetmekte ve dahası dengesizliğin sebebinin teşhis etmektedir. 2010–11 döneminde TCMB Ortalama Fonlama Oranı ile Reel Enflasyon Oranı arasındaki geniş alan MB'nin ürettiği parasal fazlalıktan doğmuştur. Bu parasal fazlalığın sonucunda 2010 ve 2011 yıllarında, Türkiye'nin ortalama doğal/yapısal büyüme oranının çok üstünde, % 10'a yaklaşan GSYH artışlarını yaşadık.

2010–11'in 'fazla' büyümesinin ardındaki nedene dair açıklamalar politika yapıcılar tarafından son derece belirsiz bırakılmış olsa da, yumuşak iniş söylemi gündeme oturdu. Bu söylem aynı zamanda 2010–11 ekonomik büyümesinin sağlıklı olmadığını icraî dil üzerinden yapılan bir kabulü idi. Ekonomik politika yapıcılar yavaşlama ihtiyacı hususunda haklıydı. Çünkü, zaten teorik olarak güvenle öne sürmek mümkündür ki, sağlıklı ve doğal bir ekonomik büyümeyi engellemeye çalışmak mantıklı değildir. % 40'larda şişen bir kredi hacmi genişlemesi enflasyonun % 10 üzerine çıkacağını ve eğer yavaşlamazsak % 20'ye doğru yol alacağını göstergelerinden birisiydi. Acı hatıralarla dolu olan enflasyon hafızası henüz silinmemiş bir ülke için önemli ve gerçek bir endişe nedeni doğmuş oldu. 2011 sonrası hükümet ve hükümet dışından gelen "ekonomi aşırı ısındı" ve "yavaşlamalıyız" söylemi bu farkındalığın bir tezahürüydü. Elbette, bu kredi genişlemesinde konut kredilerinin ağırlığının fazla olması, bir varlık balonu oluşması riskinin artmakta oluşunu da gösteriyordu. Eğer yavaşlamasaydık, sermaye dağılımdaki dengesizlikler

birikecek ve büyük ihtimalle gayrimenkul ağırlıklı bir varlık balonunu beslemiş olacaktık.

Faiz oranlarının yükselmesi istenmediğinden, doğrudan kredi kontrolleri ve maliye politikası tercih edildi. Seçili bazı mallarda vergi oranları artırıldı. Daha sonra makro-ihiyatî tedbirler başlığı altında, ilk adımda bankacılık sektörü genelinde bir toplam kredi hacmi sınırı, ve sonraki aşamada ise muhtelif kredi türlerinde limit ve taksit sınırlarından oluşan kısıtlamalar başlatıldı. Bu tedbirlerle birlikte paranın dolaşım hızı yavaşlamaya, yani ekonomi soğumaya başladı. 2012 sonu itibariyle potansiyelin altında büyüme menziline girmiş olduğumuz anlaşıldı. Aslında, eklememiz gerekir ki, bir serbest piyasa mekanizması olan dalgalı kur rejiminin çalışmasına izin verdiğimiz için dış ticaret dengesizliği de döviz fiyatları ayarlamaları üzerinden tehlikeli gidişata yüz çevirdi.

Bu sırada Gezi Parkı olayları ile Türkiye politik bir gerilim ve dalgalanma dönemine girdi. 17-25 Aralık, 2014'ün Yerel Yönetim ve Cumhurbaşkanlığı Seçimleri, 2015'in 1 Kasım'ına kadar süren aşırı gergin ve sarsıntılı politik gündem, çevre ülkelerdeki politik ve ekonomik dalgalanmalar bizim yumuşak inişimize etki eden politik bağlamı kurdu.

Para politikası ise 2012-2014'ün yavaşlama döneminde en arkadan gelen faktör oldu. 2012 başlangıcı itibariyle, TCMB Ortalama Fonlama Oranı ile Reel Enflasyon Oranı arasındaki açıklık yavaşça olsa da kapanmaya yüz tutmuştur. Toplam Sanayi Üretimi Çalışan Kişi Başına Üretim Endeksi ile Ticaret ve Hizmet İstihdam Endeksi 2013 ve 2014 verileri yayınlandığında ve grafiğimize eklendiğinde, bu iki oran arasında çok az bir fark kalacağını, birbirlerine oldukça yaklaşacaklarını tahmin etmek mümkündür. MB'nin 2012 sonrasında 2010-11 dönemine nispetle biraz daha sıkı duruşunda elbette Fed'in faiz artırım söyleminin etkisi de vardı. En azından, Fed'in bu söyleminin sonucunda MB'nin de daha gevşek bir politika izlememeyi tercih ettiğini söylemek mümkündür.

Halbuki, MB Verimlilik Normunu takip ederek en önden gelebilir ve serbest piyasanın otomatik dengeleştirici mekanizmasının faiz oranları üzerinden de çalışmasına müsaade edebilirdi. Böylece vergi artışları ve kredi kontrolleri tedbirleri gereksiz kılınabilirdi. Yavaşlama sonucu oluşan potansiyel altı büyüme oranları ile 2010-2014/15 dönemine ait büyüme oranı Türkiye'nin doğal büyüme oranı olarak kabul edebileceğimiz % 4-5 civarına dönüş yaptı. Bu tecrübemiz para politikasının ekonomik büyüme üzerinde orta ve uzun vadede *en iyi ihtimalle* tesirsiz oluşunun kanıtıydı. Önce % 10'a varan büyüme oranları ile, hızlı büyüdüğümüzü zannederek kısa vadede ken-



dimizi kandırdık. Sonra yumuşak iniş politikaları ile büyüme oranlarını orta vadede % 3'lere doğru çektik. Sonuçta, son beş yıllık süre içinde yapısal/doğal büyüme oranımız olan ortalama % 4-5 civarı büyümeye ulaştık. Son tahlilde bir ülkenin reel, kurumsal faktörlerince belirlenen doğal büyüme oranına dönüş yaptık. Kısacası ve açıkçası, hızlı ekonomik büyüme ve refah artışının para politikasının piyasaya müdahale ve manipülasyonları ile tutturulacak kadar kolay hedefler olmadığı açığa çıktı.

2009-2015 dönemine ait buradaki izaha dayalı olarak, verimlilik normu TCMB'nin politikasını yargılamada faydalı bir kılavuz olmaktadır. Norm makroekonomik bir istikrarsızlığa ilişkin risklerin artışı ya da azalışını resmeden güçlü bir göstergedir. Reel Enflasyon Oranı ile TCMB Ortalama Fonlama Oranı arasındaki bölgenin genişlemesi bir uyarı işareti olarak görülmelidir. Ve bu genişleme uzun bir süreye yayılırsa bütün ekonomiyi hastalandıracak kadar etkili bir varlık balonu/balonları ihtimali güç kazanacaktır.

1 Kasım seçimleri sonrası gelinen noktada, 2015 yılını olağan üstü ve neredeyse kayıp bir yıl olarak bitirmek üzereyiz. 2015 yılsonu için yayınlanacak yeterince iyi olmayan makroekonomik performans göstergeleri olağanüstü koşulların varlığı nedeniyle mazur görülebilir. Ancak belirtmek gerekir ki, 2016 yılında da büyüme performansımız potansiyelin altında kalırsa politik bakımdan cazip olmayan bir durumla karşılaşacağız. Bu ihtimale dayalı olarak, Fed'in faiz artırım kararları verdiği dönemde bile, TCMB'nin yeniden bir parasal hızlandırmacılığa girişmesi muhtemel senaryolardan birisidir.

## Sonuç Yerine: Bir Para Politikası Çerçevesi

Büyük Moderasyon konut balonu ve çöküşü ile sona erdi. 2008 çöküşünden sonra gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, Federal Rezerv, Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Bankası ve Japonya Bankası 'geleneksel olmayan' ve 'olağandışı' parasal politikalar yürütmektedir. *Olağandışı olmak mecburen bütünüyle keyfî politika izlemek anlamına gelir.* Bu politikaların uzun vadedeki başarısı veya başarısızlığı onların hata olup olmadıklarını açığa çıkaracaktır. 1970 sonrasının ekonomik tecrübesi bütünüyle keyfî politika yönetimlerinin uzun vadede başarılı olabilesinin pek mümkün olmadığını öğretir. Şayet başarısızlıklar kendisini gösterirlerse politika yapımcılar ve akademisyenler kurallara dayalı ekonomi politikalarına çok daha fazla dikkat kesilebilir. Şimdiye kadar, gelişmiş ülkelerin merkez bankacıları optimal bir para politikasının arayışı içinde olmuşlardır. Fakat, bu optimalite herhangi bir hükümet organının veya merkezî planlama dairesinin sınırları dışındadır. Milton Freedman'ın 1969'da belirttiği gibi (aktaran Taylor, 2010),

Mevcut kanıtlar –en azından bilgi seviyesinin şimdiki hâlinde– para politikasının ince ayarlamaları ile ekonomik etkinlikte ince ayarlamalar yapabileceği üzerine ciddi şüpheler düşürür... Bu yüzden, keyfî bir para politikasının yapabilecekleri üzerinde önemli sınırlar vardır, ve bu tarz bir politikanın sorunları iyileştirmekten ziyade daha kötü hâle getirmesi yönünde önemli bir tehlike de bulunur... Para politikasının temel zorlukları ve sınırları eşit bir kuvvetle mali politika için de geçerlidir... 'Bir şey yap'...şeklindeki politik baskılar kamusal eylemlerin mevcut doğasında gerçekten çok güçlüdür. Bu iki öncülden alınacak temel ders bu politik baskılara yenik düşmenin ekseriyetle faydadan çok zarar getireceğidir. En iyinin çoğunlukla iyinin düşmanı olduğu şeklinde bir hayli önemli bir deyiş vardır. Yapabileceğimizden daha fazlasını yapma teşebbüsünün kendisi dengesizliği azaltmaktan çok artıracak olan bir sarsıntı olacaktır.

Mevcut kanıtlar *hâlen* parasal müdahaleler ile “en iyi” sonuçları elde etme çabaları üstüne ciddi şüpheler düşürmektedir. Bu yüzden, merkez bankaları fiyat sistemlerinin ‘iyi’ sonuçlarını ‘en iyi’ sonuçları almak amacıyla engellememelidir.

### Doğru para politikası nedir?

Yükseltilmesi gereken asıl soru budur çünkü merkez bankalarının bağımsızlığı üstüne bir tartışma hiçbir şekilde parasal politikanın muhtevası ile bağlantılı değildir. Merkez bankalarına bağımsızlık vermek doğru politikanın yürütülmesini garanti altına almaz. Çünkü bağımsız bir merkez bankası dahi hatalı bir politika izleyebilir. Fiyat seviyelerinin düşmesine izin verilmeli midir, eğer verilmeli ise hangi gerekçelerle? Merkez bankası bir sıfır enflasyon oranı mı hedeflemelidir, yoksa ekonomiyi teşvik etmek için enflasyonu artırmalı mıdır? Bir nominal gelir seviyesi mi veya bir istihdam seviyesi hedeflemesi mi merkez bankaları için uygun görevdir? Merkez bankalarının bağımsız olmasını ifade etmek bu soruları cevapsız bırakmaktır.

Bu çalışmanın gösterdiği sonuca göre, fiyat istikrarının sağlanması liberal açıdan bakınca bir tür ‘yetmez ama evet’ onayını alabilir. Başka bir ifadeyle, fiyat istikrarı verimlilik normunun ardından gelen ‘ikinci iyi’ olabilir ancak. Verimlilik normunu takip eden bir merkez bankası makroekonomik istikrar ve ekonomik büyümeye çok daha fazla yardımcı olabilir. Verimlilik normu gerek fiyat endeksleri gerekse bireysel fiyatların parasal fazlalık ve kıtlıklarının tesirinden temizlenmesini sağlar. Olması gerektiği yerden parasal nedenlerle saptırılmamış fiyatlar kılavuzluk görevini mümkün olan en iyi şekilde ifa eder. Bu sayede, fiyatlar yalnızca reel dinamiklerin sonucu ve nedeni olarak hareket ederek, piyasalar geneline yayılan bir girişimsel hatalar demetinin oluşmasını engeller. Tüketici tercihleri ile yatırım planları arasındaki uyum artar ve bundan ekonominin bütün oyuncuları fayda görür. Doğal olarak bazı yerel/bireysel işletme başarısızlıkları ve iflaslar oluşacaktır, çünkü ekonomik aktörler her zaman en uygun ve mükemmel kararları

alamazlar. Ancak, verimlilik normunun takip edildiği bir ekonomide makroekonomik seviyede bir dalgalanmaya kaynaklık edecek kadar büyük ve hatalı yatırım kararları oluşmayacaktır.

Kurallara dayalı bir ekonomi politikası otomatik pilotun, yani fiyat sisteminin etkinliğini yükseltir. Fiyat sistemi doğru sinyalleri yeterince hızlı bir şekilde iletmelidir. *Verimlilik normu ile Bagehot Kuralı birlikteliği bir merkez bankasının yapabileceği işe odaklanmasını sağlar.* Faiz oranlarını kontrol etmek ve bu dolaylı yoldan da kredi tahsis işine karışmak merkez bankaların ve devletlerin üstüne vazife olmamalıdır. Para politikası marifetiyle ekonominin kazanan ve kaybedenlerini belirlemek de ne ahlakî ne de ekonomiktir. Piyasanın kâr ve zarar disiplini bu açıdan hem daha etkin hem de daha tarafsızdır. Dolayısıyla, Verimlilik Normu hukuk devleti ilkesine ek olarak devletin tarafsızlığı ilkesine de hizmet eder. Para politikası gelir/servet dağılımı üzerinde tesirde bulunma gücünden arındırıldığı için, merkez bankası vatandaşların haksız rekabete maruz kalmalarını ya da haksız rekabet avantajı edinmelerini mümkün kılamayacaktır.

Merkez bankaları politika kurallarını kendi inisiyatifleriyle benimseyebilirler. Fakat bu durumda keyfî surette benimsenen kurallar yine keyfî surette terk edilebilir. Kurala sahip olmanın faydaları çok kısıtlı olacaktır. Greenspan'ın Taylor Kuralını önce kendi takdiri ile gözetmesi ve sonrasında kendi takdiri ile terk etmesi Büyük Moderasyon olarak adlandırdığımız başarılı ekonomik performansın 2005 sonrasındaki yıllara, yani uzun vadeye yayılmasını engellemiştir. Daha iyi bir seçenek olarak, yasama meclisleri merkez bankalarına kuralları empoze edebilir ve onları parasal dengesizlikleri engellemekle görevlendirebilir. Fakat en iyisi anayasal seviyede bağlayıcılığı olan bir kurala sahip olmaktır. Bu anayasal tercih politikanın keyfî yönetimini mümkün olan en sert seviyede sınırlayacak, *ve tam da bu sayede*, merkez bankalarını bir makroekonomik istikrarsızlık kaynağı olmaktan korumanın 'birinci en iyi' yöntemi olacaktır.

## Kaynakça

- Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Reprint. Edited by F. C. Genovese. Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, 1962.
- Miguel De Cervantes Saavedra, *La Manchalı Soylu Becerikli Şövalye Don Quijote*, Çev. Bertan Onaran, Sosyal Yayınlar, İstanbul, 2001, ikinci cilt, s. 383.
- Milton Friedman, "Inflation and Unemployment", Nobel Anma Konferansı, 13 Aralık 1976. [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1976/friedman-lecture.pdf](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1976/friedman-lecture.pdf)
- Milton Friedman ve Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*.

- Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1963.
- Roger W. Garrison, "Natural and Neutral Rates of Interest in Theory and Policy Formulation," *Mises Daily*, Nisan 21, 2007. <http://mises.org/daily/2513/Natural-and-Neutral-Rates-of-Interest-in-Theory-and-Policy-Formulation>
- Roger W. Garrison, "Interest-Rate Targeting during the Great Moderation: A Reappraisal," *Cato Journal*, Cilt 29, No 1, Kış 2009, Washington, D.C., <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2009/1/cj29n1-14.pdf>
- Jeffrey M. Herbener, Ed., "Introduction", *The Pure Time-Preference Theory of Interest*, Ludwig von Mises Institute, Alabama, 2011, ss. 11–58. <https://mises.org/library/pure-time-preference-theory-interest-0>
- Robert L. Hetzel, *The Great Recession: Market Failure or Policy Failure?*, Cambridge University Press, New York, 2012.
- Steven Horwitz, "Deflation: the Good, the Bad, and the Ugly," *The Freeman*, Ocak/Şubat 2010, Cilt 60, No 1. <http://www.thefreemanonline.org/featured/deflation-the-good-the-bad-and-the-ugly/>
- Jeffrey R. Hummel, "Ben Bernanke versus Milton Friedman, The Federal Reserve's Emergence as the U.S. Economy's Central Planner", *The Independent Review*, Cilt 15, No 4, Bahar 2011, ss. 485– 518. [http://www.independent.org/pdf/tir/tir\\_15\\_04\\_1\\_hummel.pdf](http://www.independent.org/pdf/tir/tir_15_04_1_hummel.pdf)
- Thomas M. Humphrey, "Lender of Last Resort: What it is, Whence it Came, and Why the Fed isn't it", *Cato Journal*, Cilt 30, No. 2, Bahar/Yaz, 2010, ss. 333–364, Cato Institute, Washington, D.C., <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2010/5/cj30n2-7.pdf>
- Allan H. Meltzer, "Origins of the Great Inflation", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Mart/Nisan 2005, 87 (2) Part 2, ss.145–175. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/05/03/part2/Meltzer.pdf>
- William Phillips, "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957", *Economica*, Cilt 25, Sayı 100, Kasım 1958, ss. 283–299. <http://people.virginia.edu/~lc7p/202/Phillips58.pdf>
- William Poole, "Understanding the Fed", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Ocak/Şubat 2007, 89 (1), ss. 3–13. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/07/01/Poole2.pdf>
- Lawrence W. Reed, "Sağlam Kamu Politikasının Yedi İlkesi", Çev. Mustafa Acar, *Liberal Düşünce*, Cilt 13, Sayı 50, İlkbahar 2008, ss. 213–222. <http://www.libertedownload.com/LD/arsiv/50/15-lawrence-reed-saglam-kamu-politikasinin-yedi-ilkesi.pdf>
- Thomas Sowell, *The Housing Boom and Bust*, Revised Edition, Basic Books, New York, 2009.
- George A. Selgin, David Beckworth, Berrak Bahadır, "The Productivity Gap: Monetary Policy, the Subprime Boom, and the post-2001 Productivity Surge", *Journal of Policy Modeling*, Cilt 37, Sayı 2, Mart/Nisan 2015, ss. 189–207. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0161893815000277>
- George A. Selgin, "The Futility of Central Banking," *Cato Journal*, Cilt 30, No. 3, Güz 2010, ss. 465–473, The Cato Institute, Washington, D.C., <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2010/11/cj30n3-4.pdf>
- George A. Selgin, *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, The Institute of Economic Affairs and Mises Institute, Londra, 1997. [http://mises.org/books/less\\_than\\_zero\\_selgin.pdf](http://mises.org/books/less_than_zero_selgin.pdf)

- George A. Selgin, "L Street: Bagehotian Prescriptions for a 21<sup>st</sup> Century Money Market", *Cato Journal*, Cilt 32, No. 2, Bahar/Yaz 2012, Cato Institute, Washington, D.C., <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2012/7/v32n2-8.pdf>
- John B. Taylor, "Swings in the Rules–Discretion Balance", Kasım 2010, Prepared for the Conference on the Occasion of the 40<sup>th</sup> Anniversary of *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, Columbia University, ss. 15–16. <http://web.stanford.edu/~johntayl/Rules%20versus%20discretion.pdf>
- John B. Taylor, "Monetary Policy and the Long Boom", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Kasım/Aralık 1998. [http://www.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1998/Monetary\\_Policy\\_and\\_The\\_Long\\_Boom.pdf](http://www.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1998/Monetary_Policy_and_The_Long_Boom.pdf)
- John B. Taylor, "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie–Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1993, s. 195–214. <http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>
- John B. Taylor, "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", Bank of Canada, *A Festschrift in Honour of David Dodge*, Kasım 2008. <http://www.nvieg.net/teaching/taylor1.pdf>
- John B. Taylor, *First Principles: Five Keys to Restoring America's Prosperity*, W. W. Norton & Company, New York, 2012.
- Henry Thornton, *An Enquiry Into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Reprinted with an introduction by F.A. von Hayek. New York: Rinehart, 1965.
- Lawrence H. White, "The Rule of Law or the Rule of Central Bankers?", *Cato Journal*, Cilt 30, No. 3 (Güz 2010). Cato Institute, Washington, D.C., <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2010/11/cj30n3-3.pdf>
- Leland B. Yeager, "The Significance of Monetary Disequilibrium", *Cato Journal*, Cilt 6, No. 2, Güz 1986, ss. 369–399, Cato Institute, Washington, D.C., <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1986/11/cj6n2-3.pdf>
- "Çalışan Kişi Başına Üretim Endeksi (2005 Ort.=100), 2005–2012", T. C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Verimlilik Genel Müdürlüğü, Üç Aylık Verimlilik İstatistikleri, <http://vi.sanayi.gov.tr/productivitystatistics/>
- "Ticaret ve Hizmet İstihdam Endeksleri ve Değişim Oranları, (2005=100), 2005–2012", Türkiye İstatistik Kurumu, Konularına Göre İstatistikler/Ticaret ve Hizmet Endeksleri, <http://www.turkstat.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist>
- Fiyat Endeksi (Tüketici Fiyatları) (2003=100), Türkiye İstatistik Kurumu, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/tuketici+fiyatları>