

# Türkiye'nin 2002 Sonrası Büyük Moderasyonu

Ünsal Çetin

Ekonomist, LDT Akademik Kurul Üyesi

## Öz

Türkiye'nin 2002 sonrası ekonomik performansı pek çok bakımdan dikkate değerdir. Bu makalede bu başarılı performansın ABD'nin Büyük Moderasyon dönemi ile güçlü bir benzerliğe sahip olduğu iddia edilmektedir. ABD 1982 ve 2002 arasında John B. Taylor ve diğer bazı önemli iktisatçılar tarafından Büyük Moderasyon olarak adlandırılan bir ekonomik büyüme ve refah artış dönemi yaşamıştır. Taylor'ın konu hakkındaki eserlerinin ikna edici şekilde kanıtladığı gibi, bu büyüme dönemi yaşanmıştı çünkü Fed moderasyon yılları boyunca faiz oranı politikasının icrasında bir hayli yaklaşık olarak Taylor Kuralını takip etti. 2002 sonu itibarıyla, Türkiye'nin ekonomi politikaları pür keyfî nitelikten 'kural benzeri' bir tarza doğru gelişme kaydetti. Bu politika gelişimi günümüze kadar süren uzun ve sağlam bir ekonomik büyüme sürecine yol vermektedir. Bununla birlikte, para politikası verimlilik normunun TCMB'nin faiz oranı politikasına bir tatbikine dayalı olarak, Türkiye ekonomisinin kendi bünyesinden doğan bir istikrarsızlık kaynağını teşhis etmek mümkündür. Bu teşhis bize Türkiye'nin gelecek yıllardaki iktisadî kalkınmasını destekleyecek birkaç somut politika önerisi sağlamaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Ekonomik Özgürlük, Büyük Moderasyon, Kurallara Dayalı Politika, Kural Benzeri Politika, Türkiye Ekonomisi, Para Politikası Verimlilik Normu

## Turkey's Great Moderation After 2002

### Abstract

Turkey's post-2002 economic performance is remarkable in most of its various aspects. In this paper, it will be argued that this successful performance has a strong similarity to the USA's Great Moderation. The USA had an economic boom period between 1982-2002 which called the Great Moderation by John B. Taylor and some other important economists. As convincingly proved by Taylor's works on the subject, that happened because the Fed had quite approximately followed Taylor Rule in the conduct of its interest rate policy throughout the moderation years. Beginning with the year 2003, Turkey's main economic policies have progressed from pure discretionary nature towards rule-like manner. This policy progress has led to the long and sound economic progress that goes on today. However, based on an application of productivity norm of monetary policy to interest rate policy of TCMB, we will be able to diagnose an instability source that appears within Turkey's economy. This diagnosis provides us a few concrete policy proposals which may support Turkey's economic development in the future.

**Key Words:** Economic Freedom, The Great Moderation, Rule-based Policy, Rule-like Policy, Turkey's Economy, Productivity Norm of Monetary Policy

*Liberal Düşünce Dergisi*, Yıl: 22, Sayı: 86, Bahar 2017, ss. 23-55.

\* Bu çalışma 3-5 Eylül 2016 tarihlerinde Slovenya'nın Bled şehrinde Visio Enstitüsü ve Fraser Enstitüsü tarafından düzenlenen Dünya Ekonomik Özgürlük Networkü Yıllık Konferansı'nda sunulmuştur. Bu çalışmanın daha kısa bir versiyonu diğer Konferans tebliğleriyle birlikte The Visio Journal'de yayınlanmıştır. Bu metin İngilizce orijinalinin güncellenmiş ve çok daha genişletilmiş hâlidir.

## Takdim

Türkiye 2002 yılı sonrasında pek çok açıdan dikkate değer bir ekonomik gelişim sergilemektedir. Son 14 yılda üretim yöntemiyle Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYH) zincirlenmiş hacim endeksi üzerinden, yani enflasyon etkisinden arındırılmış haliyle 2,15 katlık bir artış kaydetmiştir. Ekonomi yıllık bazda yalnızca 2009 yılında, 2008 Büyük Çöküşü ve müteakip durgunluktan doğan, küresel ticaret hacmindeki büyük boyutlu azalış nedeniyle daralmıştır. Bu makalede, Türkiye'nin bu başarılı performansının ABD'in Büyük Moderasyon dönemi ile güçlü bir benzerliğe sahip olduğu iddia edilecektir. ABD 1982 ve 2002 yılları arasında John B. Taylor ve diğer bazı önemli iktisatçılar tarafından 'Büyük Moderasyon' (the Great Moderation) olarak adlandırılan bir ekonomik büyüme dönemi yaşamıştır. Bu Büyük Moderasyon ABD'nin 1913 sonrası dönemdeki en uzun ve en güçlü ekonomik büyüme dönemini teşkil etti. Taylor'ın konu hakkındaki eserlerinin ikna edici şekilde kanıtladığı gibi, bu büyüme dönemi yaşandı çünkü ABD merkez bankası Federal Rezerv (Fed) moderasyon yılları boyunca faiz oranı politikasının icrasında bir hayli yaklaşıklık olarak Taylor Kuralını takip etti. Diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler de 'kurallara dayalı' ya da 'kural benzeri' politikalar icra ettiler ve bu durum Büyük Moderasyonu küresel bir başarıya da dönüştürdü. Türkiye ise, 1990'ları kayıp bir on yıl olarak harcadıktan sonra ve nihayetinde 2003 yılı ile birlikte, başlıca ekonomi politikalarını bütünüyle keyfi bir nitelikten öngörülebilir bir politika çerçevesi sağlayan kural benzeri bir niteliğe doğru taşıdı. Politika yapımcıların bu kural benzeri politika icrasını benimseyişi, karşılık olarak, piyasa karar birimleri tarafından güçlü ve bir hayli güvenilir politika taahhütleri olarak algılanmaktadır.

Türkiye'nin kendi Büyük Moderasyonu, temeli itibariyle birbiriyle uyumlu 'istikrar' ve 'büyüme' eğilimlerine yol vermekte olan, bu kural benzeri politika yapımı sayesinde su üstünde kalmaktadır. Özellikle vurgulanmalıdır ki, 2002 sonrası maliye ve para politikaları ekonomik özgürlüğün finansal veçhesinde kapsamlı genişleme ve iyileşmeler sağlamıştır. Devlet borç stoğunun GSYH'ya oranı istikrarlı bir şekilde azaltılmaktadır. Para politikası 1990'larda olduğundan çok daha fazla öngörülebilirdir ve fiyat mekanizmasının koordine edici kapasitesine çok daha fazla yardımcı olabilmektedir. Ekonomik karar birimleri toplumun ödünç verilebilir fonlarını kendi ihtiyaç ve beklentilerine göre kullanmada artık çok daha geniş bir özgürlük sahasına sahiptir. Devlet ödünç verilebilir fonlar piyasasında özel karar birimlerine daha fazla yer açtıkça, kaynaklar fonları karakteristik bir şekilde politik önceliklere

göre kullanan kamu sektörüne değil, reel sektöre akmaktadır. Bu suretle, rekabet geneli itibariyle artmakta ve ekonomi büyümektedir.

Bu makalede ileri sürülecektir ki bu faktörler, ekonomi politikasının diğer doğru parçaları ile birlikte, sağlıklı ve bu nedenle de sürdürülebilir bir büyüme kaynağını açığa çıkarmaktadır. Bununla birlikte, para politikası verimlilik normunun Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) faiz oranı politikasına bir tatbikine dayalı olarak, Türkiye ekonomisinin kendi bünyesinden doğan bir istikrarsızlık kaynağını teşhis etmek mümkündür. Bazı yorumcuların Türkiye ekonomisi için, 2009'da olduğu gibi, muhtemel bir küresel ticaret şokundan doğabilecek olan sadece dış kaynaklı bir risk olduğu şeklindeki iddiasının aksine, TCMB tarafından üretilen parasal fazlalıklar genel ekonominin daha iyi performansını engelleyen bir finansal istikrarsızlık tesirini doğurmaktadır. Belirli bir tecrübe olarak, TCMB'nin 2009–2013 döneminde ürettiği para arzı fazlalığı % 7'yi ziyadesiyle aşan yapay büyüme oranlarının ve enflasyon oranının % 10 sınırını kolaylıkla aşabileceği aşırı ısınmış bir ekonominin sorumlusuydu. 2013 sonrasının makro-ihtiyatî tedbirleri, GSYH artış oranlarını Türkiye ekonomisinin 2002 sonrası doğal ve uzun dönem ortalama büyüme oranı olan % 7'nin altına düşürerek, bilinçli bir şekilde ekonomiyi yavaşlattı.

Yıllık tüketici fiyatları enflasyonu fiyat sisteminin iktisadî faaliyetleri etkin bir şekilde koordine etme yeteneğini sınırlayan bir seviyede, ekseriyetle % 10'un altında kalmaktadır. Ve ayrıca, inşaat sektöründe aşırı bir sermaye birikmesine dair bazı somut göstergeler de vardır. Yine de, bu makalede iddia edilecektir ki, Türkiye'nin reel büyüme kaynakları parasal, yani TCMB'nin parasal fazlalıklarından doğan yapay büyüme kaynağından çok daha güçlüdür. Türkiye'de 'şimdiye kadar her şey yolunda' demek mümkün değildir, 'şimdiye kadar gayet iyi, fakat kesinlikle daha iyi olabilir' en uygun ifadedir.

ABD ne yazık ki dotcom balonundan sonra Taylor Kuralından büyük boyutlu bir sapma gerçekleştirdi. Ve bu ağır bedeller ödeten bir hataydı. Şayet Türkiye ekonomi politikasının doğru yönlerini elinde tutmaya devam ederse, ekonomik özgürlüğü güç kazanmaya devam edecek ve kendi Büyük Moderasyonu 2020'lere doğru yelken açacaktır. Türkiye'nin kural benzeri politikalarını *açık bir şekilde ilan edilmiş ve sert bir şekilde bağlayıcı* kurallara dayalı politikalara dönüştürmesi öngörülebilirliğin faydalarını yükseltecektir. % 10'un altındaki bir devlet borcu/GSYH oranını hedefleyen bir mali kuralın benimsenmesi Türkiye'deki ekonomik özgürlüğün finansal veçhesini geliştirmek için doğru bir yöntem olacaktır. Nihayet, eğer TCMB verimlilik normunun önerdiği şeyi takip edecek olursa, bir istikrarsızlık kaynağı olmaya son ve-

recek ve fiyatları doğal seviyelerinden saptırmak hatasını işlemeyeceği için ekonomik aktörleri hatalı kararlara sevk etmeyecektir.

## ABD'nin Büyük Moderasyonu: 1982–2002

15 Haziran 1971'de ABD'nin altın gişesini kapatması para politikası açısından yeni ve benzersiz bir dönemin başlangıcıydı. ABD doları artık bütünüyle Fed'in keyfi yönetimine kalmıştı. Fed Phillips Eğrisine yaslanarak duruma hâkim gibi görünmeye çalışsa da, izlediği dur-kalk para politikası esasen kararsızlığının, yani ne yapacağını bilememesinin bir sonucuydu. Hatalı bir paradigma olarak Phillips Eğrisi 1970'lerin enflasyon yangını ve ekonomik durgunluk birlikteliğini üreten ekonomi politikalarının elebaşıydı. Phillips Eğrisi 1980'lere sağ salim çıkamayacaktı. 1979'da Paul Volcker Fed'in başına geçti. Volcker öncelikli görev olarak fiyat istikrarını hedefledi ve bu hedefi tutturdu da. 1987'de bayrağı Alan Greenspan'a verdiğinde ekonomi 1970'lere kıyasla çok daha iyi çalışıyordu. Büyüme oranları doğal seviyelerine yaklaşmış ve işgücüne katılım oranları istikrarlı ve yüksek bir tırmanışa geçmişti.<sup>1</sup> ABD ekonomisi sağlıklı büyüme yörüngesinde ilerliyordu. Greenspan yönetimi, 'Greenspan standardı' ve 'Maestro' gibi kişisel karizmadan kaynaklı ifadelerin kullanıma girmiş olmasına rağmen, Fed'in kişiye bağlı yönetimden en uzak ve kurallara dayalı politika icrasına en yakın dönemini başlatmıştı. 1913'te kurulan Federal Rezerv'in yaklaşık iki bin sayfalık uzun bir tarihini yazan Meltzer'in de teyit ettiği üzere,<sup>2</sup> bu dönem Fed'in kuruluşundan bu yana istikrarlı büyüme ve düşük enflasyon birlikteliğinin açık ara en uzun dönemiydi.<sup>3</sup> Fed'in, 1982'de başlayıp 2002'nin sonunda bittiği kabul edilebilecek, bu en başarılı olduğu dönem faiz politika oranlarının belirleminde çok yaklaşık olarak Taylor Kuralını takip ettiği dönemdi. İstikrarlı büyüme ve yaklaşık fiyat istikrarı birlikteliğini sağladığı için yaklaşık yirmi yıllık uzun refah dönemine Büyük Moderasyon denildi. Bu dönemde aslında birkaç durgunluk yaşanmıştı ama bunlar çok kısa ve hafif atlatılmıştı. Enflasyondaki düşüşle birlikte faiz oranları da düştü. İşsizlik oranları doğal seviyeye doğru geri çekildi. Enflasyon, faiz oranları, büyüme oranları gibi temel makroekonomik göstergelerde volatilité/rahatsız edici dalgalanmalar önemli boyutta azaldı.

1 John B. Taylor, "Economic Exasperation", *Economics One; A Blog by John B. Taylor*, 08.04.2016, <https://economicsone.com/2016/04/08/economic-exasperation/>, (erişim: 24.04.2017).

2 Allan H. Meltzer, *A History of the Federal Reserve*, Vol. 1: 1913–1951, Vol. 2, Book 1: 1951–1969, Vol. 2, Book 2: 1970–1986. University of Chicago Press, Chicago 2003.

3 Aktaran John B. Taylor, "Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn't: A Tale of Two Eras", *Journal of Money, Credit and Banking*, The Ohio State University, Ohio, Eylül 2012, cilt 44, no. 6, s. 1020, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1538-4616.2012.00521.x/abstract>, (erişim: 24.04.2017).

Bu ekonomik performans farklılığının öncü nedeni, yukarıda da belirttiğimiz gibi, para politikasının bu dönem boyunca çok yaklaşık olarak Taylor Kuralını takip etmesiydi. Para politikasını 1982 öncesi ve 2002 sonrası dönemden en belirgin şekilde farklılaştıran şey bir kural takibine dayalı olarak icra edilmesi oldu. Fed'in faiz politika oranları enflasyon ve çıktı açığı gibi iki makroekonomik göstergeye önceden belirlenmiş ağırlıklara göre tepki veren; tutarlı, sistematik ve öngörülebilir bir menzilde yol aldı. Para politikası kaynaklı belirsizlikler asgarî seviyelere indi ve ekonomik aktörler beklenti ve kararlarını değişen koşullara daha sağlıklı bir şekilde intibak ettirebildiler. 1980 öncesinden ve 2002 sonrasında farklı olarak, para politikası *para politikası olmaktan çıkıp* tanınmaz hâle gelmedi, maliye politikasının bir parçası olmadı ya da kredi tahsis işine burnunu sokmadı. Başka bir deyişle, Büyük Moderasyon döneminde para politikası yapabileceği ve de yapması gereken işe odaklanmıştı.<sup>4</sup> Sonuç ABD için Federal Rezerv'in kurulduğu yıl olan 1913 sonrası dönemin en uzun ve en sağlıklı ekonomik büyüme süreci oldu.<sup>5</sup>

## Türkiye'nin Büyük Moderasyonu: 2002'den Bugüne

Türkiye yeni yüzyıla çok kötü bir başlangıç yapmıştı. Ve hatta bu kötü başlangıçtan önce, 1990'lar da zaten bir kayıp on yıl gibi geçmişti. Bıktırıcı siyasal istikrarsızlık, sorumsuz ve müsrif maliye politikaları, sınır tanımaz enflasyonist bir para politikası, popülizmin ve popülist politikaların egemenlik kurması bu dönemin karakteristik özellikleriydi. 2001'in başındaki kriz şiddetli bir politik bunalım ve gerçek anlamda ekonomik bir çöküş olmuştu. *Ekonomik yıkım hemen her boyutunda ekonomi politikalarının kaçınılmaz bir sonucuydu.* 1990'lar boyunca ertelenen ve böylece biriktirilen ekonomik hesaplaşmalar 1999–2002 arasındaki birkaç yılın içine sıkıştırıldı. Bu yılların ekonomik bunalımı aynı anda bir devlet borçları krizi, işletme döngüsü krizi (business cycle) ve döviz krizi birlikteliğiydi. Kamu maliyesi borç ödeme gücünü kaybederek devleti iflâs ettirmişti. Para politikası fiyat sistemini kötürüm ederek yaygın işletme iflâslarının hazırlamıştı. Kur çıpası uygulaması, yapay bir döviz kısıtlığı üretmiş ve bu yüzden çıpanın kaçınılmaz kopuşu ile gelen astronomik döviz kuru hareketlerini doğurmuştu.

4 ABD'nin Büyük Moderasyonu hakkında ayrıca bkz. John B. Taylor, "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, North-Holland 1993, 39 (1993), ss. 195–214, <http://web.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>, (erişim: 24.04.2017).

5 Kurallara dayalı para politikası ve makroekonomik istikrar arasındaki bağlantının bir açıklaması için ayrıca bkz. Ünsal Çetin, "Liberal Demokrasinin Kayıp Halkası", *Liberal Düşünce*, Liberte Yayınları, Ankara 2015, yıl 20, sayı 80, güz 2015, ss. 119–155, <http://www.liberal.org.tr/sayfa/liberal-demokrasinin-kayip-halkasi-unsal-cetin,632.php>, (erişim: 24.04.2017).

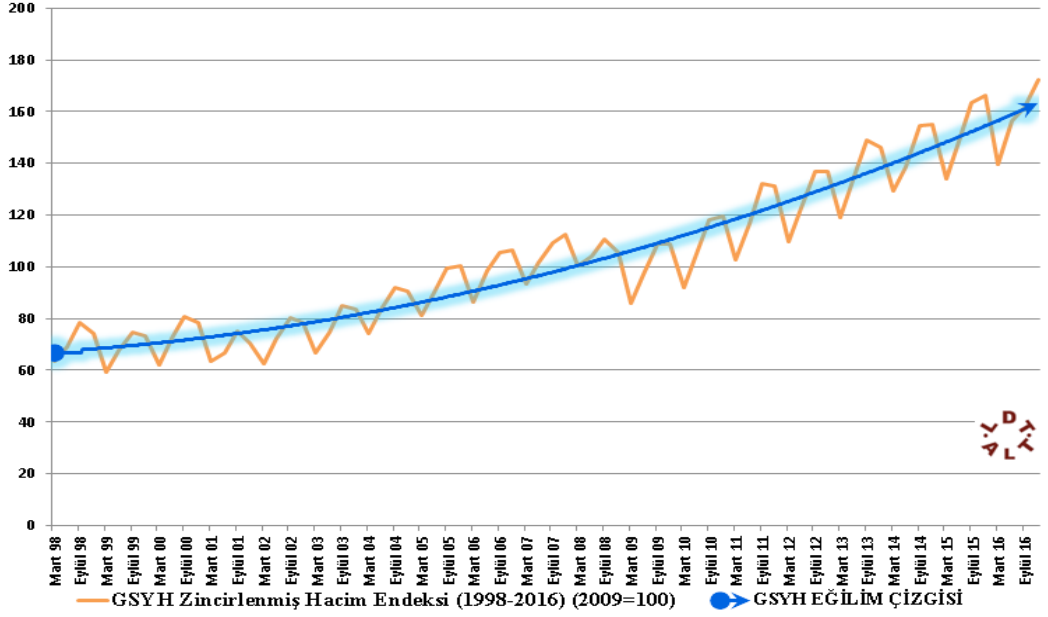
2002'den sonra ise Türkiye ekonomisinin performansı bambaşkaıydı. Ekonomi politikasının başlıca unsuru olan para ve maliye politikalarında, aşağıda daha detaylı ele alacağımız gibi, olumlu yönde ve dramatik ölçüde değişimler gerçekleşti. Bu politikaların sonucunda cari fiyatlar üzerinden ifadesiyle 2002 yılında 236 milyar ABD doları (bundan sonra 'dolar') olan GSYH 2013 yılında 950, 2014 yılında 935 milyar dolar oldu. GSYH'nın, 2015 yılında % 6,06 büyüme kaydetmesine rağmen, doların TL karşısında değer kazanması nedeniyle, yılsonu itibariyle tutarı 861 milyar dolar oldu.<sup>6</sup> Enflasyondan arındırılmış GSYH 2002 yılından bu yana yıllık bazda sadece 2009 yılında, o da esasen dünya ticaret hacmindeki çöküş nedeniyle daralmıştır.

Genel kabul gören bir argüman olarak Türkiye'nin GSYH'sının orta ve uzun vadeli, bir başka deyişle doğal/yapısal büyüme oranının % 4-5 aralığı olduğu dile getirilmektedir. Bununla birlikte, 2002-2007 döneminde yıllık büyüme oranımız ortalama olarak % 7,14'tür. 2010-2016 döneminde ise % 6,72'dir. Türkiye'nin 2000'li yıllarda gerçekleştirdiği yapısal dönüşüm doğal büyüme oranımızın % 4-5 aralığından % 6-7 aralığına yükselişine sebep olmuş görünmektedir. 2002 sonrası dönemde GSYH bazı yıllar % 7'nin üstüne çıkmış ve bazı yıllar altına düşmüştür. Fakat yine de, 1990'lı yıllardaki seyrine nispetle daha öngörülebilirdir. Tüketici Fiyat Enflasyonu (TÜFE) 2004 yılından bu yana % 10'un altına çekilmiştir.<sup>7</sup> Her ne kadar, 2003 sonrasının enflasyon oranları gelişmiş ülkelerin enflasyon oranları ile kıyaslandığında çok başarılı görünmese de, bizim kendi tarihsel standartlarımıza göre hayli düşük bir seviye olmak üzere, yıllık % 5-10 civarında dolaşan gayet disiplinli bir öngörülebilirliğe sahiptir. Ve bu öngörülebilirlik enflasyonun zararlarını, 1990'ların bozuk fiyat sisteminin zararları ile kıyaslandığında, bir hayli kısıtlayıcı kılmaktadır. 2002 sonrasında kredi piyasası faiz oranları ciddi seviyelerde düşüşler kaydetmiş ve bu değişim kaynakların çoğu kısmının özel sektör disiplini ile kullanımına imkân tanımıştır. (Grafik 1 ve Grafik 2'de 1998-2016 dönemi için, üretim yöntemiyle GSYH zincirlenmiş hacim ve endeks seviyeleri gösterilmiştir).

6 Türkiye İstatistik Kurumu – TÜİK, 'Konularına Göre İstatistikler' – 'Ulusal Hesaplar' – 'Dönemsel Hesaplar ve Yıllık Hesaplar' – 'İstatistiksel Tablolara ve Dinamik Sorgulama' – 'Üretim Yöntemi ile GSYH' – 'Cari Fiyatlarla ve Zincirlenmiş Hacim Endeksi', <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, (erişim: 24.04.2017).

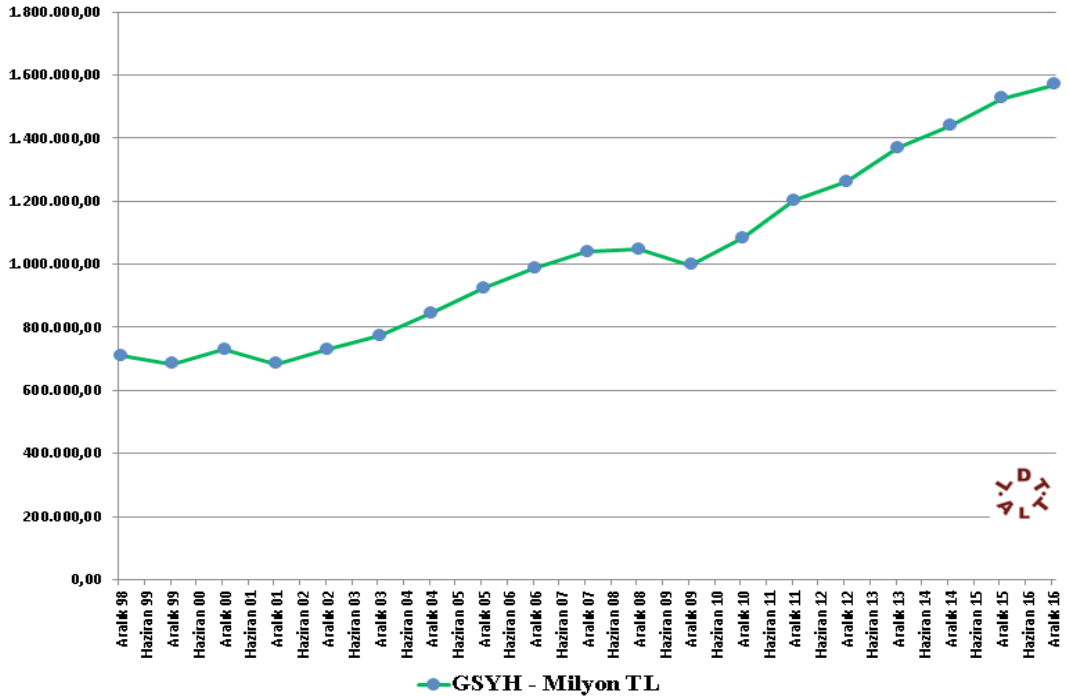
7 Türkiye İstatistik Kurumu – TÜİK, 'Konularına Göre İstatistikler' – 'Enflasyon ve Fiyat' – 'TÜFE-Tüketici Fiyat Endeksi' ve 'ÜFE-Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi', <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist>, (erişim: 24.04.2017).

Grafik 1: GSYH Endeksi; 1998-2016



Kaynak: TÜİK verilerinden üretilmiştir. GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, (2009=100).

Grafik 2: GSYH Hacim; 1998-2016



Kaynak: TÜİK verilerinden üretilmiştir. GSYH zincirlenmiş hacim, (2009=100).

Türkiye bu dönemde yalnızca bir GSYH artışı kaydetmekle kalmamıştır. Üretilen refah orta sınıfın genişlemesine hizmet etmiştir. 2002’de 0,440 olan Gini Katsayısının 2015’te 0,397 olmasının işaret ettiği üzere gelir dağılımı daha eşit bir resim çizmektedir.<sup>8</sup> 2002’de toplam nüfusun günde 4,3 dolardan daha azı ile geçinen kısmı % 30,30 iken bu oran 2014 sonu itibariye % 1,62’ye devasa bir düşüş göstermiştir.<sup>9</sup> Özetle ifade etmek amacıyla, diğer pek çok refah kıstası arasından ele alacak olursak, yurtiçi uçak biletleri artık toplumun çok dar bir azınlığı tarafından değil, yaklaşık olarak tamamı tarafından satın alınabilmektedir.

Türkiye ekonomisinin bu performans farklılığının temel nedeni ekonomi politikasındaki dramatik yol ayrımıdır. 1990’ların bütünüyle keyfi ve anlık karar verme esasından çok daha kural benzeri; sistematik ve öngörülebilir politikalara geçiş işleri önemli ölçüde ve olumlu yönde değiştirmektedir. 1990’ların ekonomi politikalarının 1999–2002’de zirveye tırmanan acı sonuçları ‘ülke olarak öğrendiğimiz’ bir tecrübe olmuş görünmektedir.

Türkiye’nin artık bir üst lige çıktığını gösteren yeterince kanıt birikmiştir. Son 14 yılda 180,7 milyar dolarlık doğrudan yabancı yatırımın ülke içine akması ek bir gösterge olarak zikredilebilir.<sup>10</sup> Doğaldır ki, Türkiye ekonomisinde ve ekonomi politikasında daha iyi yapılmayı bekleyen birçok geliştirme konusu vardır. Bu çalışmada bilhassa üzerinde durduğumuz ekonomi politikasındaki doğruları muhafaza etmek ve yanlışları elemek için öncelikle bu doğru ve yanlışları sağlıklı bir şekilde tespit etmek gereklidir. Bizim için 1990’ları ve 2000’leri yan yana koyup kıyaslamak kaçınılmaz olmalıdır. “Türkiye’nin önünü açma” söylemi 1990’larda çok duyduğumuz fakat içini bir türlü dolduramadığımız bir ifadeydi. 2000’lerin ekonomi politikasındaki dönüşüm nihayet bu söylemin içini bir nebze olsun doldurmaya başlamıştır.

*İddia ediyorum ki, 2002 sonrası ekonomi politikası liberal normların ışığı altında bakıldığında mükemmel olmaktan uzak kalsa da, daha doğru politikaları uzun vadeli bir bakış açısıyla uygulama bakımından büyük bir ilerlemeyi temsil etmektedir.*

8 Türkiye İstatistik Kurumu - TÜİK, ‘Temel İstatistikler’ - ‘Gelir, Yaşam, Tüketim ve Yoksulluk’ - ‘Eşdeğer Hanehalkı Kullanılabilir Fert Gelirine Göre Gini Katsayısı ve P80/P20 Oranı’, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, (erişim: 24.04.2017).

9 Türkiye İstatistik Kurumu - TÜİK, ‘Temel İstatistikler’ - ‘Gelir, Yaşam, Tüketim ve Yoksulluk’ - ‘Yoksulluk Sınırı Yöntemlerine Göre Fert Yoksulluk Oranları’, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, (erişim: 24.04.2017).

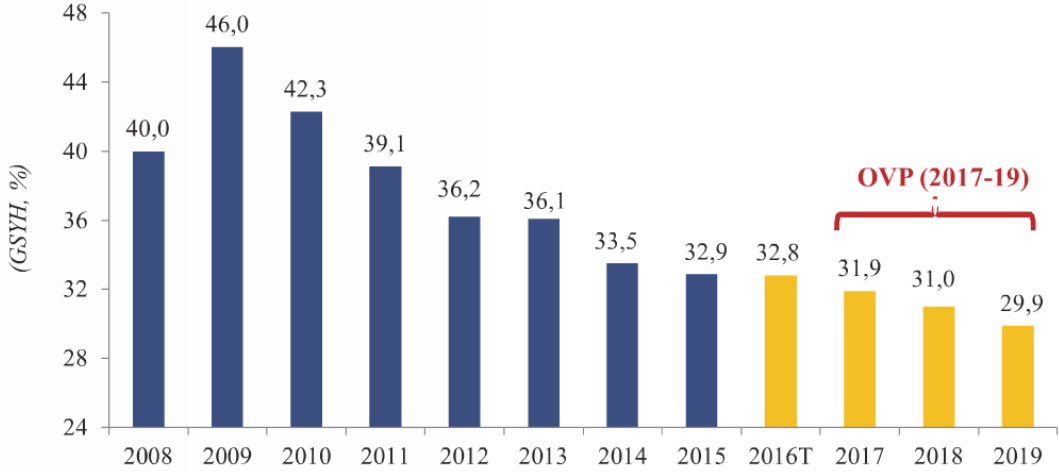
10 Sabah Gazetesi, Ekonomi Haberleri, “Yatırımcılar Türkiye İçin Sıraya Girecek” başlıklı haber, 25.03.2017, <http://www.sabah.com.tr/ekonomi/2017/03/25/yatirimcilar-turkiye-icin-siraya-girecek>, (erişim: 24.04.2017).



## Sorumlu Maliye Politikası: En Büyük Dengeleyici Güç

Kural benzeri ve basiretli maliye politikası ekonomi politikası bütününe liberal ilkelere en çok yaklaşan kısmıdır. Şaşırtıcı olmayacak şekilde, bu doğru politika olumlu ekonomik sonuçlara en büyük katkıyı vermektedir. Bu politika sonucunda AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoğumuzun GSYH'ya oranı 2002'deki % 74'ten, Grafik 3'te de görülebileceği gibi, 2016 sonu itibariyle % 33 civarına inmiştir.<sup>11</sup> Genel Devlet Bütçe Açığının GSYH'ya oranı ise 2002'de % 10,8 iken 2016 sonu itibariyle % 2 yaklaşığına gerilemiştir. (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 Kuralları ile kıyaslandığında başarılı bir maliye politikası izlendiğine işaret eder. Türkiye'nin bu iki kıstas açısından durumu OECD Ülkeleri, Avrupa Birliği ve Gelişmekte Olan Ülkelerin ortalama rakamları ile kıyaslandığında da gayet iyi bir resim çizer.

**Grafik 3: AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoğu; 2008–2019**



**Kaynak:** T.C. Maliye Bakanlığı, *Yıllık Ekonomik Rapor 2016*, s. 40. (GSYH eski seri).

11 T. C. Maliye Bakanlığı, *Yıllık Ekonomik Rapor 2016*, Ankara 2017, s. 40, <http://www.maliye.gov.tr/Sayfalar/HaberDetay.aspx?rid=248&lst=HaberlerListesi>, (erişim: 24.04.2017).

Bütçe disiplindeki bu iyileşmeyi bütçe faiz giderlerinin GSYH'ya oranı üzerinden de göstermek mümkündür. 2001 yılsonu itibariyle GSYH'nın yaklaşık 5'te 1'i kadar olan bütçe faiz ödemeleri 2016 yılsonu itibariyle GSYH'nın % 2'sine düşmüştür. 2002 yılında bütçeden yapılan faiz ödemeleri 51,7 milyar TL iken, 2016'da 50,2 milyar TL'de kalmıştır. Dolayısıyla, kamu kesiminin millî gelir artışı ve özel sektördeki genişlemeyi her durumda istismar ederek, kendi borçlanma ölçeğini sürekli genişletmek gibi bir gayreti söz konusu değildir.

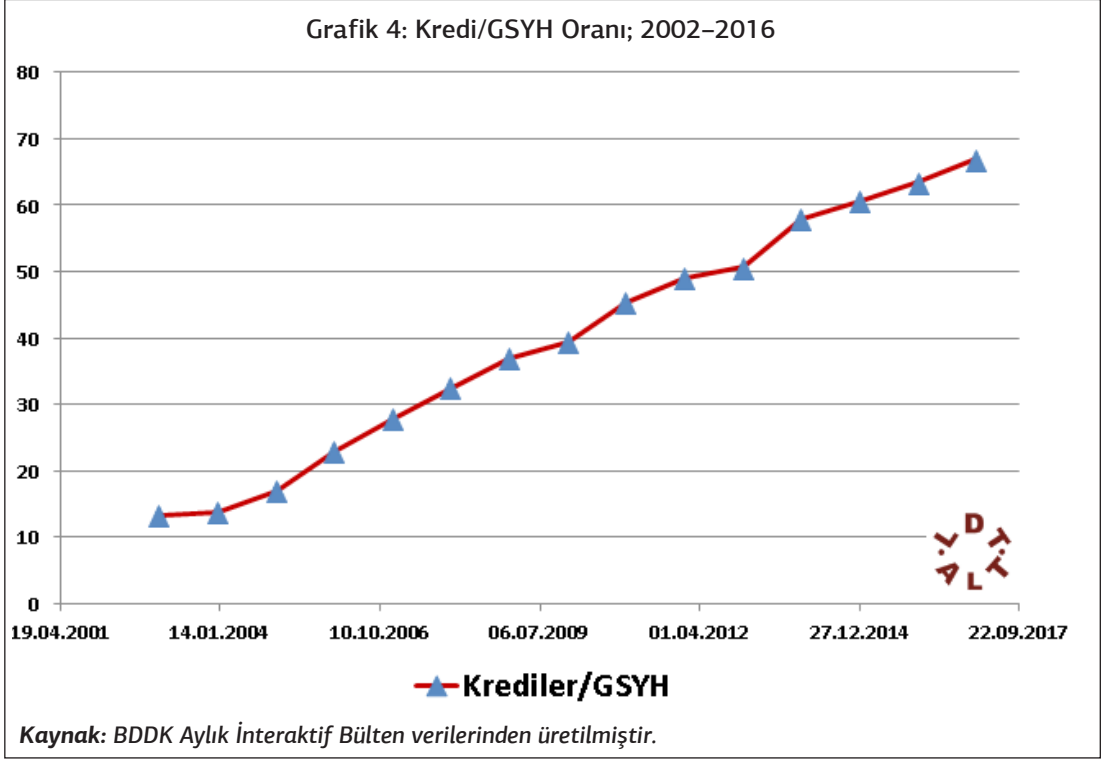
Kamu kesimi dengelerindeki bu iyileşme ekonomik bünyemizde işleri önemli ölçüde ve olumlu yönde değiştirdi. Hükümet, Orta Vadeli Programın<sup>12</sup> bir parçası olarak, borç yükünün millî gelire oranla azaltılması yönündeki kural benzeri güçlü bir taahhüdü vermekte ve önümüzdeki yıllarda dengelerdeki iyileşmeyi sürdüren rakamları hedeflemektedir. Ve bu taahhüt ekonomik karar birimleri tarafından güvenilir ve gerçekleştirilebilir olarak algılanmakta ve kabul görmektedir. Türkiye 2002 sonrasında kayda değer seviyede, yaklaşık 60 milyar dolarlık özelleştirme de yaptı.<sup>13</sup> *Fakat maliye politikasındaki söz konusu basiretli politikanın aslında son 14 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 verimsiz ve taşlı budaklı bir araziye değil ama verimli düz bir ovaya akmasına benzetebiliriz.

Grafik 4 bu en büyük özelleştirmenin toplumun kendisine ait kaynakları kullanma özgürlüğü bakımından işleri ne kadar değiştirdiğini göstermektedir. Devlet ödünç verilebilir fonlar piyasasından çekildikçe, reel kesime sağlanan kredilerin GSYH'ya oranı yükselmiştir. 2002 yılında % 13 olan Kredi/GSYH oranı 2016 sonu itibariyle % 67'ye istikrarlı bir şekilde tırmanmıştır. 2002'de 48 milyar TL olan kredi hacmi 2016'da 1 Trilyon 734 milyar TL'ye tırmanmıştır.<sup>14</sup> Bu kredi bolluğu, 1990'larda yatırımları engelleyecek kadar yüksek seviyelerde olan kredi piyasa faizlerinin düşmesi ile sonuçlanmaktadır.

12 T.C. Maliye Bakanlığı, *Orta Vadeli Program (2017–2019)*, Ankara 2017, <http://www.bumko.gov.tr/TR,42/orta-vadeli-program.html>, (erişim: 24.04.2017).

13 *Sabah* Gazetesi, Ekonomi Haberleri, "Özelleştirmede 160 Milyarlık Rekor" başlıklı haber, 04.04.2016. <http://www.sabah.com.tr/ekonomi/2016/04/04/ozellestirmede-160-milyarlik-rekor>, (erişim: 24.04.2017).

14 Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu – BDDK, İstatistikî Veriler, Türk Bankacılık Sektörü Aylık Raporlar, İnteraktif Aylık Bülten, Bilanço Verileri – Ay Sonları İtibariyle Sektörün Verdiği Krediler Toplamı, [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Istatistik\\_Veriler/Aylik\\_Raporlar/Aylik\\_Raporlar.aspx](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Istatistik_Veriler/Aylik_Raporlar/Aylik_Raporlar.aspx), (erişim: 24.04.2017).



Bu maliye politikası ödünç verilebilir fonların özel kesim için *gerçekten ödünç verilebilir* hâle gelmesi ile sonuçlanmaktadır. Son 14 yılda reel millî gelirin iki kattan daha fazla artışına kamu politikasınca verilen en büyük destek bu değişimdir. Bankaların ellerindeki kaynakların büyük kısmını devlet borçlanma senetlerine yatırdığı 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.

Bununla birlikte, özellikle belirtmemiz gerekir ki, maliye politikasının gideceği önemli bir mesafe vardır. AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoğunun GSYH'ya oranını belirli bir süre sonunda % 10'un altına çekmeyi hedefleyen ve sonraki süreçte de % 10'un altında tutmayı taahhüt eden bir mali kuralın benimsenmesi maliye politikasının özel sektörü genişletici tesirlerini önemli ölçüde artıracaktır. Bu şekilde basit, açık ve gerçekleştirilebilir bir mali kuralın kamuoyuna ilan edilmesi ve –işin ilan etmekten daha zor kısmı olan– kuralın disiplinli bir şekilde takibi 'kural benzeri' politikadan 'kurala dayalı' politikaya dönüşümü sağlayacaktır. Bu tarz bir dönüşüm bir yatırım ortamını iyileştirme gayretinin de kritik unsurlarından birisi olabilecektir.

## Para Politikası: Fiyat Sistemini Çalıştırmak

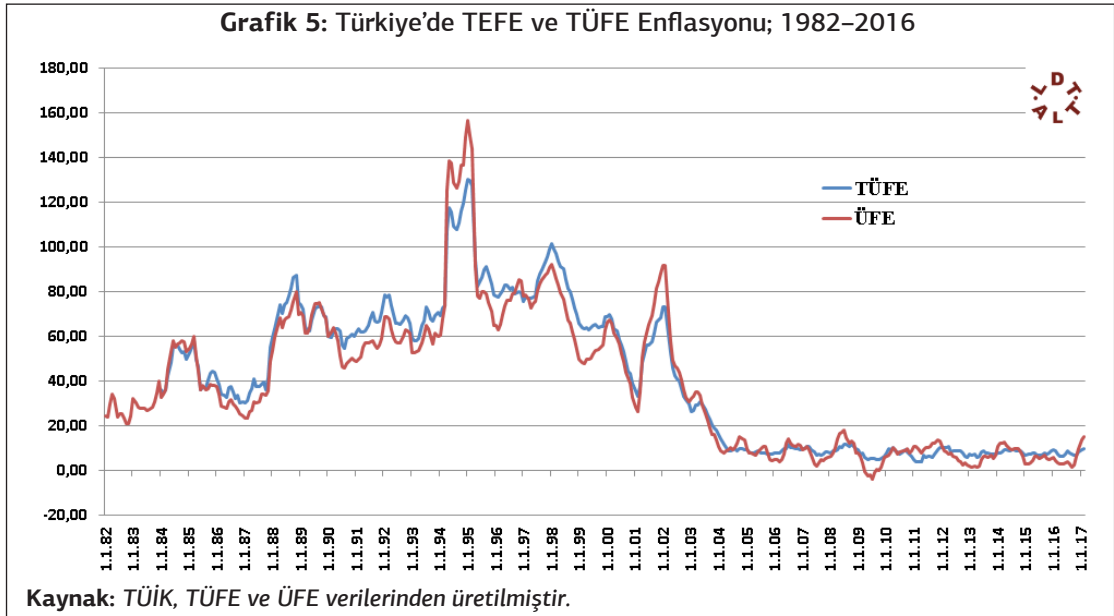
Para politikamızın seyri Türkiye'nin 2000'lerdeki büyük ekonomik dönüşümünün önemli bir parçası olmaktadır. *Para politikası 1993–2002 arası dönemde ortalama olarak % 70,4 oranında bir enflasyonu üretmişti.* Grafik 5'te de görüldüğü üzere, bu yüksek enflasyon oranı aynı zamanda büyük dalgalanmalar göstermekteydi. Yüksek bir enflasyon oranı tek başına bile bir hayli yıkıcıdır. Fakat bizim sorunumuz ne yazık ki sadece bu olmadı. Enflasyon oranının büyük boyutlarda inişler ve çıkışlar kaydetmesi bu yıkıcılığı önemli ölçüde katlayan fazladan bir yük olmaktadır. Fiyat sistemimiz bir bütün olarak hem büyük bir gürültüyle çalışıyor hem de yanlış sinyaller gönderiyordu. Bu durumu bozuk bir ses kaydının bozuk bir hoparlörden dinletilmesine 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 itibariyle çok verimsiz çalışan bir ekonomiydi.

Bu kötürüm fiyat sisteminin kredi arzı üstündeki tesiri bilhassa önemliydi. Steven Horwitz'in de belirttiği gibi, "..., süreklilik kazanan enflasyon (bilhassa enflasyon oranları değişken ve öngörülemez ise) ödünç vericilerin arz ettikleri genel kredi miktarını azaltmalarına sebep olabilir, ki bu da parasal dengede çalışan bir ekonomiyle karşılaştırıldığında gerçek bir kaybı temsil eder."<sup>15</sup> Bu durum Türkiye'de 1990'lar boyunca gerçekleşen şeydi. Çünkü enflasyon borçlanıcıların kredi geri ödemelerinin reel değerini düşürüyor, bir başka ifadeyle kreditorlerin borç vermelerini caydırıyordu. Özellikle, *yüksek enflasyon oranlarının yüksek dalgalanmalar kaydetmesi* kredi fiyatlama işini çaresizleştiren ve kredi vermeyi de aşırı riskli kılan başlıca gerekçeydi.

Kaldı ki, enflasyon oranı öngörülebilir olduğunda bile ekonomiye zarar vermeye devam eder. Bir girişimci para politikasının tüketici fiyatları endeksinde yol açacağı artış oranını öngörebilse dahi, kendi ürettiği mal veya hizmetin fiyatının enflasyon nedeniyle hangi oranda ve ne zaman artacağını bilemeyecektir. Yeni basılan para ülke ekonomisinin her sektörüne *aynı oranda ve aynı anda* dağılmaz. Yeni paranın doğurduğu talep bazı ürünlerde enflasyon oranından az, bazı ürünlerde enflasyon oranından yüksek fiyat artışlarına sebep olur. Endeks ise bu fiyat artışlarının bir ortalamasını yansıtır ve bireysel fiyat seviyelerinin nasıl etkilendiğine dair bir bilgiyi taşımaz. Ayrıca

15 Steven Horwitz, "The Costs of Inflation Revisited", *The Review of Austrian Economics*, Kluwer Academic Publishers, 2003, cilt 16, sayı 1, s. 78, [http://www.gmu.edu/rae/archives/VOL16\\_1\\_2003/5\\_Horwitz.pdf](http://www.gmu.edu/rae/archives/VOL16_1_2003/5_Horwitz.pdf), (erişim: 24.04.2017).

fiyat artışları tek bir hamlede gerçekleşmez, çünkü yeni paranın ekonomiye dağılması paranın piyasalardaki dolaşım hızına bağlı olarak *zaman alır*. Dolaşısıyla, üretilen parasal dengesizlik, *endeksler üzerindeki ortalama tesir bilinse dahi*, fiyat sinyallerini bozucu ve yatırımcıların kaynak dağılımı ile tüketicilerin harcama kararlarını yanıltıcı sonuçlara sahip olur. Bu durum girişimciler ve tüketicilerin tercih, teknoloji ve kaynak koşullarının gerçek durumundan kopuk ve hatalı kararlar almalarıyla sonuçlanır. Enflasyonun öngörülebilir olduğunda zararsız kalacağını düşünmek için sağlam bir gerekçe yoktur.



2003 yılında % 18,4 olan enflasyon oranı 2004 yılında % 9,3'e indi ve günümüze kadar da ekseriyetle % 10'un altında kalıcı oldu. % 10'un altında kalma iradesi gösteren, 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. *1980'ler, 90'lar ve 2000'leri birlikte resmeden Grafik 5'e 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

sürekli iş ilişkisi ve sözleşmelerinde aktörlerin görüş sahasını genişletmekte ve onların değişen koşullara intibak sağlama yeteneğini güçlendirmektedir. Bu dönüşüm, 2002 sonrası ekonomik büyümenin sağlam nedenlerinden birisidir ve para politikasının doğru kısmıdır.

Para politikasının bir parçası olarak, bir kur hedeflemesinin yapılmaması, esas itibariyle serbest kur rejimine sadık kalınması diğer bir önemli doğrudur. 2001'den bu yana bir döviz krizi yaşanmasını engelleyen temel faktör budur. Ekonomik karar birimleri değişen koşullara ve kendi ihtiyaçlarına göre döviz arz ve talebinde kısmî ayarlamalar yapmaktadır. Bu ayarlamalar sonucu oluşan tedrici parite hareketleri büyük ölçekli kur değişimlerini gereksiz kılmakta ve döviz kısıtlıklarının oluşumunu engellemektedir. John Chown tarafından da ifade edildiği gibi,<sup>16</sup>

Türkiye [1990'lar boyunca] uzunca bir süre yıllık % 50'nin üzerindeki müzmin enflasyon oranlarından muzdaripti. Kasım 1999'da, güvenilir bir 'sürünen parite' döviz kuru politikasıyla birleşik olarak, bir IMF stabilizasyon paketi ile para biriminin dolara karşı düşüşü kontrol altına alındı. Satın alım gücü paritesi, IMF'nin açık hedef olarak düşündüğü şekilde, bu dönem süresince ABD dolarına karşı sabitlendi. Bu dönem [Kasım 1999 sonrası], ne yazık ki, Euro Bölgesi para birimlerinin dolara karşı sert değer düşüşleri kaydettiği bir süreçti ve [bu nedenle] Türkiye'nin rekabet gücü başlıca ticaret partnerleri [Avrupa ülkelerine] karşı % 30'dan daha fazla geriledi. Kaçınılmaz kriz 2001'in ilk aylarında, merkez bankası klâsik bir tuzağa düşüp 10 milyar ABD dolarını kur seviyesini destekleme operasyonlarında heba ettikten sonra geldi. Döviz kuru Şubat ayında serbest bırakıldı. Ekseriyetle olduğu gibi, acı tecrübeler işlerin iyiyeye gidişinden önce gelmişti ve bu örnekte de yeni bir hükümet kamu harcamalarını kontrol altına almada, merkez bankasına bağımsızlık vermede ve ekonomiyi liberalleştirmede başarılı oldu. Bu başarı onların günümüze kadar süren, geriye dönüp bakmadıkları bir refah dönemini başlattı.

Şubat 2001'in bu acı tecrübesi gerçekten sarsıcı boyutlardaydı. Hükümet kur rejiminin 'güvenilir' olacağını söylemişti ama özünde bir fiyat kontrolü olan bu politika akıntıya karşı kürek çeken beyhude bir gayretti. En sonunda 'güvenilir' olmak bir yana ancak bir fiyasko ile sonuçlanabildi. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (bugünkü adıyla Borsa İstanbul) çöktü. Repo faizleri % 7.500 seviyelerine çıktı. TCMB 10 milyar dolar harcamasına rağmen kur çıpasını koruyamadı. Kriz öncesi 1 \$=670.000 TL olan parite kriz sonrasında 1 \$=1.161.000 TL'ye fırladı. 2000 yılsonu itibariyle 1.452.000 kişi olan işsiz sayısı kriz sonrası 2.412.000 kişiye yükseldi.

Türkiye aslında 1993'te 9. Cumhurbaşkanı Turgut Özal'ın ölümünden sonra yaşadığı arka arkaya gelen politik ve ekonomik istikrarsızlıkların son büyük dalgası altında kalmıştı. 3 Kasım 2002'deki seçimlerle iktidara gelen Adalet ve Kalkınma Partisi yönetimlerinin en azından 'hükümet krizi' kay-

<sup>16</sup> John Chown, "Lessons from Monetary History", *The Euro – the Beginning, the Middle ... and the End?* içinde, Philip Booth (edit.), The Institute of Economic Affairs, Londra, Nisan 2013, s. 95–96, <http://www.iea.org.uk/publications/research/the-euro-%E2%80%93-the-beginning-the-middle-and-the-end>, (erişim: 24.04.2017).

naklı siyasal ve ekonomik istikrarsızlığa son verdiğini söylemek kaçınılmazdır. Şubat 2001'in ardından ekonomi politikasının ilk doğruları astronomik boyutlu parasal gevşeme hamlelerine girişmemek, batan bankaları kurtarmamak, bol keseden ekonomiyi teşvik paketleri açıklamamak, devletin kemer sıkmasının, firmaların ve hane halkının borçluluk seviyelerini düşürmesinin ekonomiyi daraltıcı olacağını düşünmemek oldu. *Belki de ekonomik bir akıl sonucu değil, bu tür bir müdahaleciliğe takati kalmamış bir ülke olduğumuz için bu hatalara teşebbüs edecek cesareti kendimizde bulamadık. 'Gerçeği' daha fazla erteleyemeyeğimizi, bize ait hataların bedelini üstlenmek zorunda olduğumuzu en azından hissettik. Bir yan not olarak belirtecek olursak; 2008 Büyük Çöküşü sonrası ABD'nin aşırı müdahaleci ekonomik önlemleri ve sonrasında Yunanistan'ın iflâsı ile başlayan Avrupa Borç Krizi ardından gündeme gelen kemer sıkma korkuları dikkate alındığında, Türkiye'nin bu ilk doğruları daha da dikkat çekici olmaktadır. Türkiye'de 2002 sonrasının hükümet istikrarı kural benzeri politikalara geçiş yaparak bu ilk doğruları aşan bir politika yapım sürecini başlatmıştır.*

## Ara Sonuç: 1990'lardan Alınacak Dersler

Buraya kadar yazdıklarımızdan çıkarılacak bir ara sonuç vardır. Türkiye ekonomik bakımdan yeni yüzyıla 2002 sonu itibariyle başlamış gibidir. 2002'ye kadar süren 1990'lı yıllar politikaları ile 2002 sonrası politikalarını yan yana koyup, bu politikaların uzun vadeli sonuçlarını kıyasladığımızda alınacak birkaç önemli ders olduğu görülür. 2002 sonrasının kredi genişlemesi ağırlıklı olarak maliye ve para politikalarındaki doğru dönüşümlerin ortak bir sonucudur.

- (I) 1993–2002 döneminin ortalama % 70,4 enflasyon oranını üretecek kadar büyük boyutlu parasal fazlalığı bir kredi bolluğu ile sonuçlanamamıştır. Bunun temel nedeni, parasal fazlalıkların, başka bir ifadeyle para talebindeki artışı karşılamak amacıyla değil karar merciinin keyfi takdiriyle basılmış yeni paranın uzun vadede reel tasarrufların yerini alamamasıdır. Tersinden ifade edersek, parasal fazlalıklar enflasyonla (paranın satın alım gücündeki eksilmeyle) sonuçlanmak zorunda olan sahte, aldatıcı ve geçici tasarruflardır. Bu yüzden, parasal fazlalıklar kaynakların (ve kredinin) doğal ve kaçınılmaz kıtlığını aşmak için elverişli değildir.
- (II) 1990'ların müsrif maliye politikası kaynakların (ve kredinin) doğal ve kaçınılmaz kıtlığını şiddetlendiren ayrı bir faktördür. Müsrif maliye politikası doğal kıtlığı yapay kıtlık boyutuna taşıyarak durumu daha da kötü bir hâle getirmiştir. Nitekim 2004'den sonra % 10'un altında kalan bir enflasyon oranı ile sonuçlanan çok daha kısıtlı bir para arzına rağmen, Kredi/GSYH oranının % 13'ten % 67'ye tırmanışı sorumlu ve daha tutumlu olan kural benzeri maliye politikası sayesinde gerçekleşmiştir.

Dolayısıyla, kredi bolluğu ve faiz oranlarında düşüş üzerinden özel sektörün genişlemesi ve millî gelirin artırılması hedeflendiğinde, parasal fazlalıkları engellemek ve sorumlu bir maliye politikası izlemek uzun vadede başarı sağlayan doğru yollardır.

## Para Politikasındaki Sorunu Teşhis Etmek

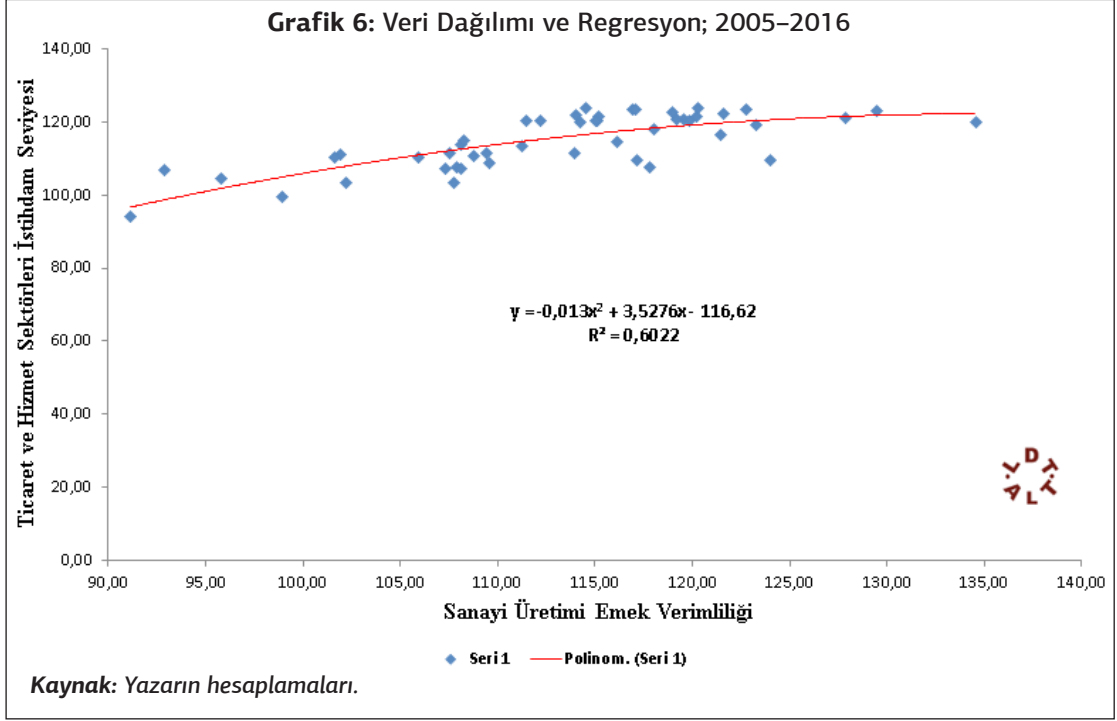
Türkiye ekonomisinin istikrarına ilişkin tartışmalar, özellikle 2009 sonrası dönemde, ne yazık ki iki zıt görüş arasında sıkışmış durumdadır. Benim görebildiğim kadarıyla, bu iki bakış açısının ortak yönü iktisadî mantığı politik önceliklere feda etmeleridir. Bir bakış açısı Türkiye’de ekonomik bir gerileme yaşandığı, halkın refah seviyesinin kötüleştiği şeklindeki geçersiz argümanları hükümete muhalefet etmenin bir yolu (ve kötü bir yolu) olarak öne sürmektedir. Diğer bakış açısı ise Türkiye ekonomisinde ekonomi politikası kaynaklı ve bünyevî hiçbir sorun olmadığını, *sadece dışarıdan gelen bir ekonomik şok nedeniyle bizim de kriz yaşayabileceğimizi* veya sadece Gezi Olayları, 17–25 Aralık gibi politik sarsıntıların sonucunda ekonomik gerileme veya yavaşlama yaşadığımızı ileri sürmektedir. *Bu iki zıt görüşün ikisi de geçersizdir.* Bunu para politikası verimlilik normunun Türkiye’nin 2009 sonrasına bir tatbiki üzerinden açıklamanın mümkün olduğunu düşünüyorum. Bu açıklama bize aynı zamanda para politikamızın hatalı kısmının bir teşhisini sağlayacaktır.

Verimlilik normu merkez bankalarının fiyat seviyesinde emek ve sermaye verimliliği iyileşmelerinden kaynaklanan düşüşleri *engellememesini* öneren bir para politikası kuralıdır. Norm, faizin pür zaman tercihi teorisine dayalı olarak,<sup>17</sup> 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 engellenmemesi 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.<sup>18</sup>

17 Bu teorelin özet bir anlatımı için bkz. Jeffrey M. Herbener (edit.), "Introduction", *The Pure Time-Preference Theory of Interest* içinde, Ludwig von Mises Institute, Alabama 2011, ss. 11–58, <https://mises.org/library/pure-time-preference-theory-interest-0>, (erişim: 24.04.2017).

18 Para politikası verimlilik normu hakkında ayrıca bkz. George A. Selgin, *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, The Institute of Economic Affairs ve Ludwig von Mises Institute, Londra 1997, [http://mises.org/books/less\\_than\\_zero\\_selgin.pdf](http://mises.org/books/less_than_zero_selgin.pdf), (erişim: 24.04.2017).





Verimlilik normu, faiz politika oranının seyri ile üretim faktörleri toplam verimliliğinin gidişatını aynı düzlemde karşılaştırma yoluyla, TCMB'nin ürettiği parasal dengesizlikleri de teşhis edebilir. Ne yazık ki, Türkiye'de üretim faktörleri toplam verimliliğini ya da (alternatif olarak kullanılacak) 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 ve 2010–2016 Arası Üç Aylık Dönemler İtibariyle Toplam Sanayi Üretimi Çalışan Kişi Başına Üretim Endeksi verileri sanayi ve tarım ürünleri sektörleri için hazırlanmaktadır.<sup>19</sup> Bu nedenle, ticaret ve bütün hizmet sektörleri dışarda kaldığından ekonomi geneli için bir toplam emek verimliliğine tekabül edememektedir. Türkiye İstatistik Kurumu ise bir Ticaret ve Hizmet Sektörleri İstihdam Endeksine sahiptir. Ticaret ve Hizmet İstihdam Endeksi de 2005–2012 ve 2010–2016 Arası Üç Aylık Dönemler İtibariyle istihdam seyrini raporlamak üzere düzenlenmiştir.<sup>20</sup> Teorik olarak iddia edi-

19 T. C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Verimlilik Genel Müdürlüğü, 'Çalışan Kişi Başına Üretim Endeksi (2005 Ort.=100), 2005–2012 ve (2010 Ort.=100), 2010–2016', Üç Aylık Verimlilik İstatistikleri, <http://vi.sanayi.gov.tr/productivitystatistics/>, (erişim: 24.04.2017).

20 Türkiye İstatistik Kurumu – TÜİK, 'Konularına Göre İstatistikler' – 'Ticaret ve Hizmet Endeksleri', 'Ticaret ve Hizmet İstihdam Endeksleri ve Değişim Oranları (2005=100), 2005–2012' ve 'Ticaret ve Hizmet Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış İstihdam Endeksi ve Değişim Oranları (2010=100), 2010–2016', <http://www.turkstat.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist>, (erişim: 24.04.2017).

lebilir 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  $R^2=0,60$  gibi teorik beklentiyi destekleyici bir rakam olmaktadır. Grafik 6 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 aşırı kabul edilebilecek kadar farklı bir seyir göstermeyecekti. Bu nedenle, manzarayı yeterince yaklaşık olarak doğru çizebildiğimizi kabul etmek mümkündür.

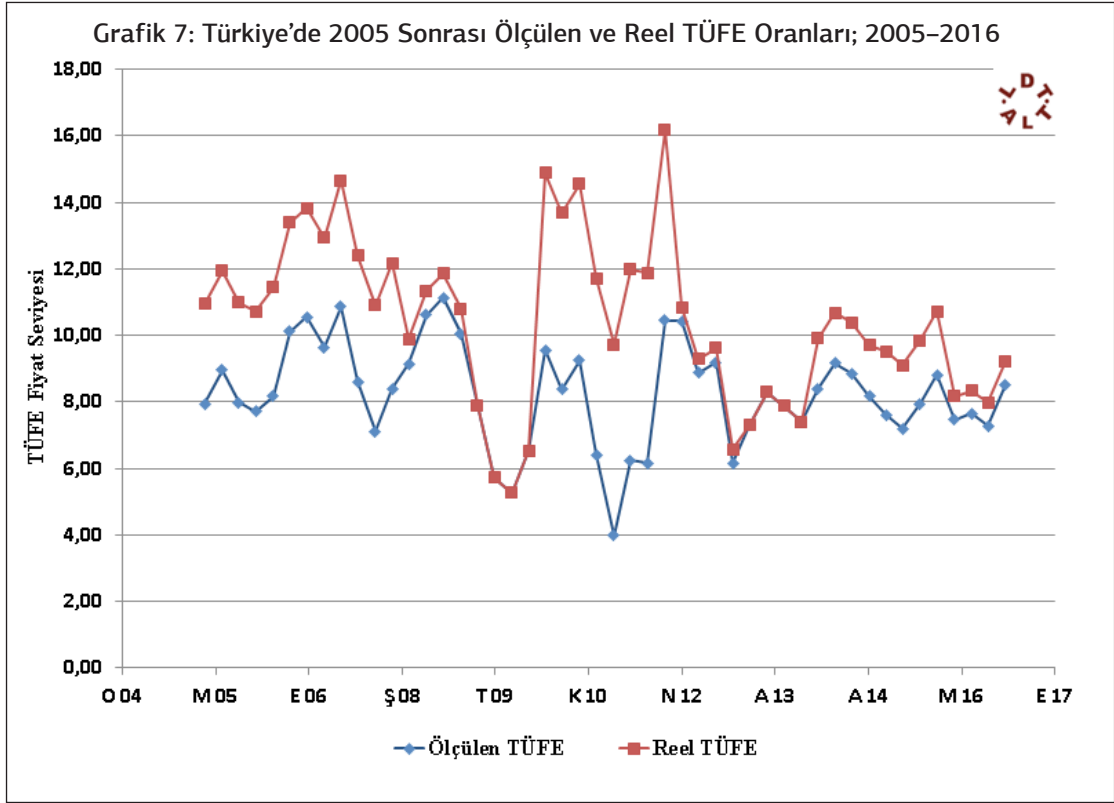
#### **a) Türkiye'nin Reel Enflasyon Oranı: 2005 ve Sonrası**

Gerekli veri düzenleme ve birleştirme işlemlerinden sonra verimlilik normu ışığı altında hesaplanan Türkiye'nin reel enflasyon oranı Grafik 7'te yer almaktadır. Reel enflasyon oranı normun öne sürdüğü üzere ölçülen enflasyon oranına verimlilik artış oranının eklenmesi suretiyle bulunmuştur. İlimli 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.

2005–2016 dönemine ait ölçülen enflasyon ortalaması yıllık bazda % 8,24'tür. Fakat aynı dönem için reel enflasyon oranımız dikkate değer bir seviyede daha yüksektir. Söz konusu dönemde, ekonomimiz yıllık ortalama % 1,90'lık bir seviyede toplam emek verimliliği artışı gerçekleştirmiştir. 2002 sonu itibarıyla 236 milyar dolar olan GSYH ise 2016'te 857 milyar dolara yükselmiştir. Bu somut olgulara karşın fiyat seviyesi ılımlı düşüşler kaydedemedi. Çünkü TCMB ürettiği parasal fazlalıklarla bu fiyat düşüş eğilimlerini ortadan kaldıran ve nihayetinde % 8,24'lük ölçülen enflasyonu doğuran bir politikayı izlemektedir. Başka bir ifadeyle, *TCMB verimlilik artışı seviyesi kadar gizli enflasyon üretmektedir.*

Grafiğimizdeki kırmızı çizginin gösterdiği üzere, 2005–2016 dönemine ait reel enflasyon oranımız % 10,44'tür. Reel oran ölçülen orandan döneme ait ortalama olarak 2,20 puan daha fazladır. Bu tespitimiz önemli bir takım sonuçlara ulaşmamızı mümkün kılar. Öncelikle, tüketicinin enflasyonu resmî

rakamların gösterdiğinden daha fazla hissettiği şeklindeki iddiası haksız değildir. Ölçülen enflasyon üzerinden hesaplandığında dahi, tüketici fiyatları 2003'teki seviyesinden kümülatif bazda % 177,63 kadar yükselmiştir ve bu dik tırmanış halkın satın alım gücünde uzun vadeye bakıldığında büyük bir erozyon olduğunu gösterir. TCMB sandığından daha fazla fiyat istikrarı hedefinin uzağına düşmektedir. "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir" şeklindeki resmî kabulün varlığına rağmen, bu başarısızlık bizi bir parasal denge durumundan uzak tutmaktadır.



2002 sonrası para politikası 1990'larla kıyaslandığında bir hayli dengeleştiricidir. Yukarıda da belirttiğimiz üzere, 2000'lerin fiyat sistemi etkinliği 1990'lara nispetle çok büyük ilerleme kaydetmiştir. Fakat, 1990'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.* Halen enflasyon sorunumuzu tam olarak çözebilmiş değiliz ve bu çözümsüzlük uzun vadede hepimize ağır bir bedel ödetmektedir. Yüzde sıfır olarak tanımlanan bir fiyat istikrarının gerçekten hedeflenmesi veya sonuç kısmında önereceğimiz gibi, verimlilik normunun benimsenmesi Türkiye ekonomisi için daha iyi sonuçları mümkün kılacaktır.

Diğer bir husus Türkiye'deki enflasyonun bir maliyet enflasyonu olmasıdır. Maliyet denen şey de bir fiyattır ve parasal fazlalıklar maliyetleri de şişirir. Bu nedensellik unutulduğu takdirde, merkez bankaları sürekli bir parasal fazlalık üretse dahi, enflasyonun sorumlusu olarak 'maliyetlere' işaret edip fiyat istikrarı sorumluluğundan kaçmak mümkün hâle gelir. Elbette, fiyat seviyesi parasal olmayan (reel) faktörler nedeniyle de yükselir. Eğer bir ekonomi geneli itibariyle üretim faktörleri toplam verimliliğinde düşüşler kaydediyor ve daha az üreterek küçülüyorsa fiyatlar artış eğilimine girecektir. Biz ise 2002'deki seviyesine nispetle iki kat daha fazla ürettiğimiz halde % 5-10 aralığında dolaşan enflasyondan kurtulamamaktayız. İyi ya da kötü son on yıllık dönemde % 2'ye yakın toplam emek verimliliği ile çalışıyoruz. Dahası, bu dönem iç piyasamızı Uzakdoğu'nun ucuz tüketici mallarına açık tuttuğumuz bir zaman dilimiydi. Türkiye'de fiyatları baskı altına alan bu eğilimlere rağmen katlandığımız enflasyonun sorumlusu para politikasıdır. Uzun'un belirttiği gibi, "... kalıcı enflasyonun tek kaynağının para arzındaki hızlı büyüme olduğu unutulmamalıdır. Bir ülke para arzını ekonominin büyüme oranından daha fazla artırdığı zaman enflasyon kaçınılmaz olur."<sup>21</sup>

Bu çalışmada vekâleten hesaplanan toplam emek verimliliği rakamları üzerinden bir analiz yapılmaktadır. Bu nedenle de not etmek gerekir ki, ulaşım ve iletişim altyapısındaki muazzam gelişmelerin de desteğiyle, Türkiye'nin son 14 yılda sermaye verimliliğinde de önemli artışlar kaydettiğini ileri sürmek hatalı olmayacaktır. Emek ve sermayenin birleşik etkisini gösterecek olan muhtemel bir çalışmada 'üretim faktörleri toplam verimliliğinin' çok büyük ihtimalle % 2'den daha fazla hesaplanacağı neredeyse kesindir. % 2'den daha fazla bir verimlilik artışının herhangi bir tespiti Türkiye'nin enflasyon eğilimlerine dair buradaki tespitlerimizi sadece destekleyici olabilecektir. Ay-

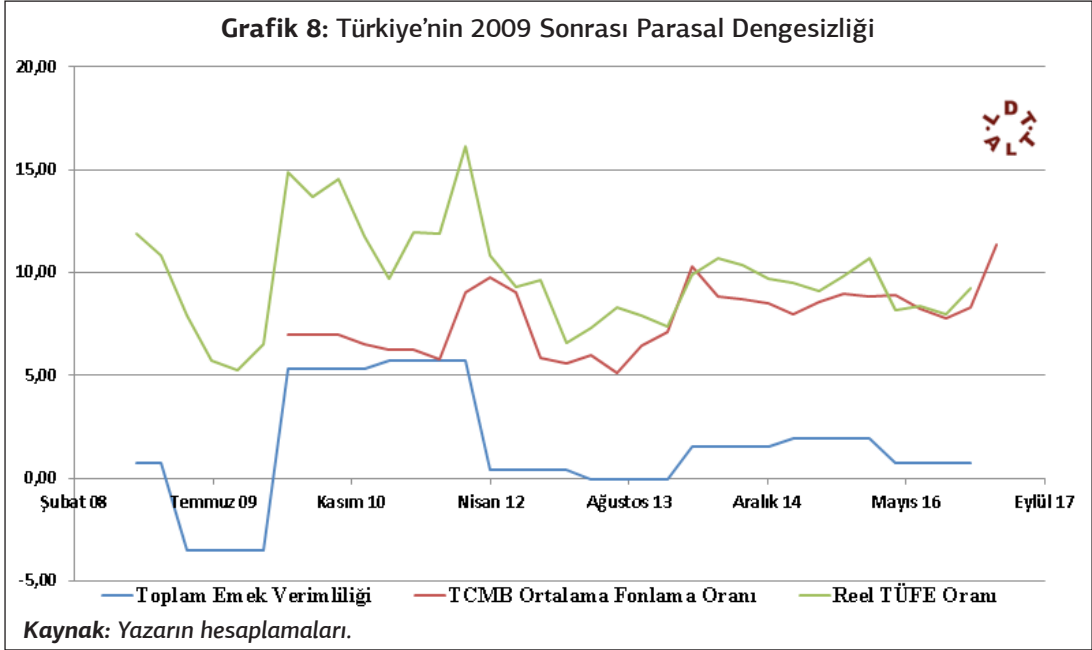
21 Ahmet Uzun, "Parasal Genişleme ve Enflasyon" başlıklı köşe yazısı, *Yeni Yüzyıl Gazetesi*, 15.01.2016. <http://www.hurrikirler.com/parasal-genisleme-ve-enflasyon/>, (erişim: 24.04.2017).

rıca, bilhassa son on yılda eğitim ve sağlık hizmetlerinin kalitesindeki önemli ve yaygın iyileşmeleri dikkate aldığımızda, toplam emek verimliliğinin % 1,92'nin altında olabileceği spekülasyonunda bulunmak neredeyse mümkün değildir. Bu nedenlerle, bu çalışmada yeterince temkinli ve kendi iddiasını abartmayan bir anlatımın sunulmaya gayret edildiği açık olmalıdır.

### b) Bir İstikrarsızlık Kaynağı Olarak TCMB: 2009 ve Sonrası

Bunlara ilâveten, ileri bir analiz adımı olarak, elde ettiğimiz toplam emek verimliliği ile reel enflasyon oranını TCMB'nin faiz politikası ile karşılaştırmak Türkiye'nin 2009–2016 makroekonomik döngüsünü açıklayıcı olabilecektir. Grafik 8 bize bu karşılaştırmayı sunmaktadır. Mavi çizgi toplam emek verimliliğini, yeşil çizgi reel enflasyon oranını, kırmızı çizgi ise TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti oranını tek bir düzlemde resmetmektedir.

TCMB ortalama fonlama oranı faiz politika oranını temsil etmektedir.<sup>22</sup> 2011'in ilk ayı itibariyle operasyoneldir. Fakat, 2010 yılı TCMB haftalık repo oranını 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



22 Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası – TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi – EVDS, Detaylı Kullanım, 'TCMB Net Fonlaması (İş günü, Milyon TL) ve TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (İş günü, Yüzde)', <http://evds.tcmb.gov.tr/>, (erişim: 24.04.2017).

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 ise kritik gelişme şudur; TCMB faiz politika oranı reel enflasyon oranının ekseriyetle altında kalmaktadır, yani reel faiz politika oranımız negatiftir.

Yeşil çizgi ile kırmızı çizgi arasında kalan şişik bölge TCMB'nin aşırı gevşek bir politika izlediğinin ve bir parasal fazlalık ürettiğinin empirik kanıtıdır. Ekonomimizin son altı yıllık dönemindeki dalgalanma seyrini başlatan şey, *herhangi bir parasal dengesizlik sorunumuz, daha tam olarak bir deflasyon riskimiz olmadığı hâlde*, TCMB'nin faiz politika oranının aşırı düşük seviyelerde tutulmasıydı. Grafik 8 bu döngüyü resmetmekte ve dengesizliğin sebebini teşhis etmektedir. 2010–13 döneminde TCMB ortalama fonlama oranı ile reel enflasyon oranı arasındaki geniş alan TCMB'nin ürettiği parasal fazlalıktan doğmuştur. Bu parasal fazlalığın sonucunda 2010–13 döneminde, 2012 yılı hariç olmak üzere, Türkiye'nin ortalama doğal büyüme oranının çok üstünde GSYH artışlarını yaşadık. Büyüme oranlarımız 2010'da % 8,49 – 2011'de % 11,11 – 2012'de % 4,79 – 2013'te ise % 8,49 oldu. Yıllık kredi genişlemesi oranları ise bu büyümeyi yönlendiren bir gaz pedalı gibi 2010'da % 34 – 2011'de % 30 – 2012'de % 16 – 2013'te de % 32 olmuştur.

2010–13'in 'fazla' büyümesinin ardındaki nedene dair açıklamalar politika yapıcılar tarafından son derece belirsiz bırakılmış olsa da, 'yumuşak iniş' söylemi gündemde yer kazanmaya başladı. Bu söylem aynı zamanda 2010–13 ekonomik büyümesinin sağlıklı olmadığının 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. Yıllık bazda % 30'u aşan bir oranda aşırı hızla genişleyen kredi hacmi enflasyonun % 10 üzerine çıkacağını ve eğer yavaşlamazsak hızla % 20'ye doğru yol alacağını göstergelerinden birisiydi. Acı hatıralarla dolu olan enflasyon hafızası henüz silinmemiş bir ülke için önemli ve gerçek bir endişe nedeni doğmuştu. Hükümet ve hükümet dışından gelen 'ekonomi aşırı ısındı' ve 'yavaşlamalıyız' söylemi bu farkındalığın bir tezahürüydü. Bu kredi genişlemesinde gayrimenkul kredilerinin payı en büyük dilimi temsil ediyordu. Türkiye'nin Avrupa Bölgesinde açık ara farkla en fazla gökdelene sahip ülke olması diğer bir uyarı işaretiydi.<sup>23</sup> Bir varlık balonu riski artmaktaydı. Eğer yavaşlamasaydık, sermaye dağılımdaki dengesizlikler birikecek ve büyük ihtimalle gayrimenkul ağırlıklı bir varlık balonunu beslemiş olacaktık.

23 Dünya Gazetesi, "Avrupa'da En Fazla Gökdelene Türkiye'de" başlıklı haber, 24.04.2016, <http://www.dunya.com/gundem/avrupada-en-fazla-gokdelen-turkiyede-haberi-244773>, (erişim: 24.04.2017).

Aşırı kredi genişlemesi makroekonomik risklerdeki artışı doğurmaya başlamıştı. Parasal bolluk tasarruf eğilimlerini zayıflatıyordu. Esasen bu sorunun bir tür teyidi ve Türkiye ekonomisi için risklerin sadece dış kaynaklı olmadığına dair erken bir uyarı işareti TCMB Danışmanı Zafer Yükseler'in hazırladığı bir çalışmada ifade edilmişti.<sup>24</sup> Yükseler Türkiye'nin cari işlemler dengesini on beş ülke ile birlikte incelediği çalışmasının sonuç kısmında ifade etmişti ki;

1997–2010 döneminde 15 ülke ile Türkiye'nin cari işlemler dengesi performansı karşılaştırıldığında iki husus ön plana çıkmaktadır. Birincisi, Türkiye'nin tasarruf oranının düşük olması ve son yıllarda bu oranın gerilemesidir. Özellikle, 2005–2010 döneminde, 15 ülke genelinin aksine, Türkiye'de cari işlemler açığının yükselmesinin temel nedeni tasarruf oranındaki düşüştür. Finansman imkânlarındaki artış ve tüketicilerin finansman kaynaklarına erişiminin kolaylaşması, tüketici kredilerini ve hane halkı borçluluğunu artırmış ve kişilerin tasarruf eğilimlerini zayıflatmıştır. İkinci husus, incelenen dönemde Türkiye 15 ülkeye, özellikle yükselen piyasa ekonomilerine karşı rekabet gücü kaybetmiştir. Bu durum, yükselen enerji ithal faturasına ek olarak, enerji-dışı ithalatta da artışa yol açmış, 15 ülke piyasalarına yönelik ihracatımızı ise olumsuz etkilemiştir.

2010 yılında dış dengede gözlenen bozulma, 2011 yılı başlarında da güçlenerek devam etmiştir. Mevcut iç ve dış ekonomik konjonktür ile firmaların yatırım tercihleri dikkate alındığında, dış dengedeki bozulmayı tetikleyen ithalat artışının yavaşlatılmasının oldukça güç olduğu görülmektedir. Ekonominin rekabet gücü kaybı nedeniyle, yerli ve yabancı firmaların döviz kazandırıcı alanlara yatırım yapmaktan kaçındıkları, genelde dış ticarete konu olmayan konut, gayrimenkul, alışveriş merkezi, ofis binası, iletişim ve enerji gibi yatırım alanlarını tercih ettikleri görülmektedir. Bu yatırım tercihleri ve tüketicilerin yüksek teknoloji tüketim ürünleri satın alma eğilimleri birlikte dikkate alındığında, önümüzdeki dönemde de dış dengedeki bozulmanın süreceği tahmin edilmektedir. Böyle bir durumun, halen cari açık konusunda 15 ülkeden farklı bir konumda bulunan Türkiye'nin uluslararası piyasalardaki pozisyonunu zayıflatacağı ve ülke açısından risk oluşturacağı düşünülmektedir.

Kısacası, tasarruflardaki yıpranma ve kolay kredilerdeki artış 2010–13'ün ekonomik büyümesini sürdürülemez kılmaktaydı. Ve bizim Grafik 8'deki resme dayalı olarak öne sürdüğümüz gibi TCMB'nin bu olumsuz durumda en azından önemli bir sorumluluk payı ve katkısı vardı. Önce (2010–13 döneminde) % 8'i aşan büyüme oranları ile, hızlı büyüdüğümüzü zannederek kısa vadede istemeden de olsa kendimizi kandırdık. Sonra (2014–16 döneminde) yumuşak iniş politikaları ile büyüme oranlarını % 7'nin altına doğru çektik. Sonuçta, son altı yıllık süre içinde (2010–16) yapısal büyüme oranımız olan ortalama % 7 civarına geri döndük. Son tahlilde bir ülkenin reel, kurumsal faktörlerince belirlenen doğal büyüme oranının ötesine geçemedik. Kısacası ve açıkçası, hızlı ekonomik büyüme ve refah artışının para politikasının pi-

24 Zafer Yükseler, *Türkiye'nin Karşılaştırmalı Cari İşlemler Dengesi ve Rekabet Gücü Performansı (1997–2010 Dönemi)*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası – TCMB, Ankara, Haziran 2011, s. 39, [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c134b451-a83d-4dd3-a6f9-d2095ede2a2a/yukseler\\_cari.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS/PACEc134b451-a83d-4dd3-a6f9-d2095ede2a2a](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c134b451-a83d-4dd3-a6f9-d2095ede2a2a/yukseler_cari.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS/PACEc134b451-a83d-4dd3-a6f9-d2095ede2a2a), (erişim: 24.04.2017).

yasaya müdahale ve manipülasyonları ile tutturulacak kadar kolay hedefler olmadığına yeni bir kanıt ekledik.

Nitekim 2010–13 yapay büyüme dönemimiz ile 2000’li yıllarda ABD ekonomisinin yaşadığı konut balonu büyümesi arasında muhteva olarak önemli bir benzerlik vardı. 2000’lerin ilk yıllarında Fed’in izlediği ‘çok fazla süre boyunca, gereğinden çok düşük’ faiz politikası, ABD ekonomisindeki verimlilik artışları ile aynı döneme denk gelmişti. Verimlilik artışlarından kaynaklı üretim bolluğunun yarattığı fiyat düşüşleri eğilimi, ithal ve ucuz Çin ve diğer gelişmekte olan ülke mallarının desteğine rağmen, tüketici fiyat endeksinde bir düşüş olarak görünmemişti. Çünkü aşırı gevşek para politikasının yarattığı enflasyon bu fiyat düşüş baskısını sterilize etmişti. Başka bir ifadeyle Fed, gizli enflasyon yarattığı hâlde, ölçülen enflasyonun düşük seyrine işaret ederek, fiyat istikrarını temin ettiğini, ekonomiye pompalanan paranın dengesizliğe yol açmadığını ve Amerikan ekonomisini dotcom balonun getirdiği durgunluktan başarılı şekilde çıkardığını iddia etmişti. Gerçekte, Fed fiyat düşüşlerinin önüne geçerek tüketici refahındaki önemli artışları engellemişti. Bununla da kalmadı, Fed bu politikasıyla konut balonunun ve Amerikan ekonomisini hâlen sıkıntı içinde bunaltmaya devam eden müteakip zayıf büyüme sürecinin temellerini atmıştı. *Fiyat istikrarını sağlamanın ekonomik istikrar anlamına gelmediğine dair tecrübeler dizisine bir yenisi eklenmişti. Bu aynı zamanda verimlilik normunun bir fiyat istikrarı hedeflemesinden daha üstün bir politika olacağına kanıt teşkil eden acı bir tecrübeydi.*

2013 sonu itibariyle Türkiye’ye dönecek olursak, faiz oranlarının yükselmesi istenmediğinden, doğrudan kredi kontrolleri ve maliye politikası ile yavaşlama tercih edildi. Seçili bazı mallarda vergi oranları artırıldı. Daha sonra makro–ihtiyatî tedbirler başlığı altında muhtelif kredi türlerinde limit ve taksit sınırlarından oluşan kısıtlamalar başlatıldı. Bu tedbirlerle birlikte paranın dolaşım hızı yavaşlamaya, yani ekonomi soğumaya başladı. 2014 sonu itibariyle potansiyelin altında büyüme menziline girmiştik. 2014’te % 5,17 olan büyüme oranımız 2015’te % 6,06 oldu ve iki yıllık performansın % 7’nin altında kaldığına işaret etti. Sorun haddizatında bu yılların düşük büyüme oranları değildi, sorun bu oranları önceleyen 2010, 2011 ve 2013’ün aşırı yüksek/yapay büyüme oranlarıydı. Orta vadede ekonomi kendisine ait ortalama seviyede ilerliyordu, onun kısa vadedeki dengesini bozan ise bizim para politikamızdı. 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. Burada ayrıca düşen enerji ve emtia fiyatlarının destekleyici rüzgârını da arkamıza aldığımızı belirtmemiz gerekli.



Bu sırada 2013'ün ilk yarısında patlak veren Gezi Parkı olayları ile Türkiye politik bir gerilim dönemine girdi. 17-25 Aralık darbe teşebbüsü, 2014'ün Yerel Yönetim ve Cumhurbaşkanlığı Seçimleri, 7 Haziran 2015 Genel Seçimleri sonrası koalisyon hükümeti arayışları, Temmuz ayında PKK'nın tekrar terörist saldırılara başlaması, 24 Kasım'da Türkiye'nin Rus savaş uçağını düşürmesi sonrası doğan soğuma, çevre ülkelerdeki askerî çatışmalar, politik ve ekonomik dalgalanmalar bizim yumuşak inişimize *etki eden* yerel, bölgesel ve küresel bağlamı kurdu. *Ancak bu gelişmeler asla ekonomik başrolü oynamadılar.* Bu politik sarsıntıları ekonomik yavaşlamamızın birincil nedeni olarak görebilmemiz için kendi izlediğimiz ekonomi politikasının yeterince iyi olduğunu varsaymamız gereklidir. 1 Kasım 2015 Genel Seçim sonuçları ile siyasî dalgalanmaların en azından hükümet krizi ile sonuçlanmayacağı netlik kazandı ve 2016'nın ekonomik sonuçlarının daha iyi olabileceğine dair beklentiler güçlendi.

2015'te TL % 20 değer kaybettikten sonra, 2016'nın ilk iki çeyreğinde potansiyele yaklaşmaya çalışan bir büyüme çizgisinde ilerliyorduk. Birinci çeyrekte % 4,5 ve ikinci çeyrekte % 5,3 büyümüştük. 15 Temmuz ağır politik şokunun etkisiyle üçüncü çeyrekte % 1,3'lük bir daralma yaşadık. Dördüncü çeyrekte ekonomi toparlanmaya başladı ve 15 Temmuz'un yıkıcı etkisinin üçüncü çeyrekte yoğunlaştığını gösterecek şekilde % 3,5'lik bir büyüme yakaladık. Eğer 15 Temmuz olmasaydı rahatlıkla % 5'in üzerinde ama kuvvetle muhtemel % 7'nin altında bir yıllık büyüme oranını kaydedebilecektik. Ancak yine de daralmanın dördüncü çeyrekte devam etmemesi bize *durgunluk ya da krize sebep olacak kadar güçlü* bünyevî bir ekonomik rahatsızlık olmadığını göstermektedir.

2016 yılı büyüme oranı bütün olumsuzluklara rağmen % 2,9 oldu ve 2010-16 dönemi konjonktürü bizi doğal büyüme oranımıza geri taşıdı. Ancak belirtmek gerekir ki, 2017 yılında büyüme performansımız yine potansiyelin altında kalırsa veya % 7'yi aşan hızlı büyüme oranlarının politik cazibesi artarsa Fed'in faiz artırım kararları verdiği bir dönemde bile, TCMB'nin yeniden bir parasal hızlandırmacılığa girişmesi muhtemel senaryolardan birisidir.

## Beklenen ve Gelmeyen Kriz

Hızlı kredi genişlemeleri, özellikle de yeterli reel tasarruflarla desteklenmeyenleri riskli kredilerin miktarını artırarak makroekonomik sağlığı bozma tesirine sahip olurlar. Ekonomik krizler tarihi bize bunun bolca örneğini sağlamaktadır. G10 ülkelerinin 1970-1999 dönemini kapsayan bir çalışma *uzun vadeye yayılan kredi genişlemeleri* ile varlık fiyatlarının hareketleri arasındaki

bağlantıyı incelemiştir.<sup>25</sup> Çalışma toplamda 27 ülkeye sirayet eden 38 ekonomik kriz dönemi saptamıştır. Kredi/GSYH oranının uzun vadeli eğiliminin % 4-5 daha üzerine çıktığı vakaların % 80'inde bir yıl içinde kapıyı çalan ekonomik krizler yaşanmıştır. Elekdağ ve Wu'nun benzer nitelikteki çalışması ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin 1961-2011 dönemini incelemiştir.<sup>26</sup> 50 yıllık süre boyunca bu ülkelerde 99 kredi genişlemesi gerçekleşmiştir. 57 kredi genişlemesi iyi bir son bulmadı. Bunların 13 tanesi GSYH'yi ortalama % 9 oranında daraltan çok ağır ekonomik çöküşler ile sonuçlanmıştır. 44 tanesi ise bir 'bankacılık', 'döviz' veya 'bankacılık ve döviz krizi birlikteliği' ile sonuçlandı.

Biz de, temelde para politikamızın bir sonucu olan 2010-2013 kredi genişlemesinin ardından, ya bir ekonomik kriz ya da belirli bir süre hızlı büyüyememe şeklindeki yol ayrımı ile yüzleştik. Eğer bilinçli şekilde yavaşlamasaydık bizi % 10'lara yaklaşan çok hızlı ya da % 6-7 arası potansiyel büyüme oranları değil, ekonomik kriz bekliyordu. 2014-2016'nın düşük büyümesi daha kötü bir gidişattan yüz çevirmenin bir maliyetiydi. Türkiye hızlı büyümeye sırtını dönmedi. Kurallara dayalı politika izlemeyen bir ülke olarak en az hasarla yol kat etmeyi ancak başarabildi. Bu tercih yıllık bazda % 30'u aşan aşırı kredi genişlemelerini destekleyecek kadar bol olmayan reel tasarruflarının ve ekonomik bünyesinin sınırlarını bilen bir ülke için kendi içinde tutarlı bir politikaydı. Potansiyel altı büyüme doğrudan kendi yapıp ettiklerimizle bağlantılıydı. Gezi Olayları, 17 Aralık ve benzeri politik çalkantılar her seferinde, amaçlanmamış hatta ters tepen bir sonucu, mevcut iktidarın arkasındaki seçmen desteğini artırmak suretiyle siyasî gerilimin yıkıcı bir hükümet krizine dönüşmesini engelleyici bir tesire de sahip oldu. Doğrudur ki, ekonomimiz olumsuz siyasî gelişmelere ve dışarıdan gelen şoklara karşı daha dayanıklıdır. Ancak bir hükümet krizine dönüşen siyasî gerilime çok uzun süre dayanmamız pek muhtemel değildir. Bu nedenle, dalgalı sularda yüzerken güçlü ve devamlılık gösteren bir siyasî iradenin varlığının ekonomimiz için faydasız kalmadığını da görmek gereklidir.

Para politikası 2014-2016'nın yavaşlama döneminde en arkadan gelen faktör oldu. 2012 Nisanı itibariyle, TCMB ortalama fonlama oranı ile reel enflasyon oranı arasındaki açıklık kapanmaya yüz tutmuştur. Bu durum parasal dengesizliğin nispeten daha düşük ölçekli bir yapay büyüme kaynağı halini alması anlamına geliyordu. TCMB'nin bu nispi sıkı duruşunda elbette Fed'in

25 Aktaran David Simpson, *The Recession: Causes and Cures*, Adam Smith Institute, Londra 2009, s. 24, <http://www.adamsmith.org/research/the-recession-causes-and-cures-3>, (erişim: 24.04.2017).

26 Aktaran *The Economist*, "Dream on?", 21.07.2012, Emerging Markets Section, s. 60. <http://www.economist.com/node/21559336>, (erişim: 24.04.2017).

faiz artırımı söyleminin etkisi de vardı. En azından, Fed'in bu söyleminin sonucunda TCMB'nin de daha gevşek bir politika izlememeyi tercih ettiğini söylemek mümkündür.

Halbuki TCMB verimlilik normunu takip ederek en önden gelebilir ve serbest piyasanın otomatik dengeleştirici mekanizmasının yalnızca kur üzerinden değil, faiz oranları üzerinden de çalışmasına müsaade edebilirdi. Böylece vergi artışları ve kredi kontrolleri tedbirleri gereksiz kılınabilirdi. Yavaşlama sonucu oluşan potansiyel altı büyüme oranları ile 2010–2016 dönemine ait ortalama yıllık büyüme oranı % 6,72'yi bularak, Türkiye'nin doğal büyüme oranı kabul edebileceğimiz % 6–7 civarına dönüş yaptı. Bu tecrübemiz para politikasının ekonomik büyüme üzerinde orta ve uzun vadede *en iyi ihtimalle* tesirsiz oluşunun kanıtıydı. Bu 'en iyi ihtimalin' bizim için 'gerçeğe dönüşmesi' şans eseri değildi. İhtimal gerçeğe dönüştü çünkü TCMB'nin ürettiği yapay büyüme eğilimlerini sterilize eden, yani çok daha büyük ölçüde sağlıklı büyüme eğilimlerini harekete geçiren bir maliye politikamız vardı. Eğer bu politika olmasaydı TCMB'nin parasal hızlandırmacılığı tesirsiz kalmak bir yana, ekonominin geneline yayılan bir hastalığa pekâlâ yol açabilirdi. Kimi muhalif çevrelerce uzun süredir gelmesi beklenen ekonomik krizin bir türlü gelmemesinin sebebi buydu. İktisadî analizi muhalefet olmanın cazibesine feda eden kimi yorumcular yalnızca para politikasının dengesizleştirici etkilerine bakarak makroekonomik sağlığımızın bozulmakta olduğunu düşündüler. 1990'larda en büyük dengesizleştirici güç olan maliye politikasının 2000'lerde en büyük dengeleştirici güç olduğu göz ardı edildi. Grafik 3, 4 ve 5 yan yana getirilip değerlendirme döneminin bütününe bakıldığında, 2002'den sonraki büyük kredi genişlemesinin, ağırlıklı olarak –bir parasal fazlalığın değil– para ve maliye politikasındaki basiretli duruşun bir sonucu olduğunu görmek mümkündür. AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoğu/GSYH oranındaki azalış, Kredi/GSYH oranındaki artış ile uyumlu ve dengelidir. *Ekonomik bünyemizin* reel büyüme kaynakları *TCMB'nin ürettiği* yapay büyüme kaynağına galebe çalmaktadır ve baskın güç halen özel sektörün piyasa disiplini ile çalışarak üretkenliğini artırma gayretidir.

Bankacılık sektörü Türkiye'nin 2002 sonrası Büyük Moderasyonunda çok kritik bir rol oynamaktadır. 2002 yılsonunda toplam kredilerin 48 milyar TL olmasına rağmen, sektörün varlıkları içinde 86 milyar TL menkul kıymet bulunmaktaydı. Elindeki kaynakların kahir ekseriyetini kredi vermek için değil, menkul kıymetler üzerinden para kazanmak için kullanan bir bankacılık sektörü söz konusuydu. 2002 sonrasında sektörün kredi hacmi uzun vadeye yayılan ve büyük ölçekli bir genişleme gerçekleştirdi. Para ve maliye politikasındaki kural benzeri yönetim her şeyden önce bu kredi genişlemesinin varlı-

ğını mümkün kıldı. Bankacılık sektörü ise mikro seviyede yönetimde yüksek bir başarı gösterdi. 14 yıllık bu genişlemenin kazasız belasız atlatılmasında sektörün kredi verme işinin girişimcilik boyutunu büyük bir özen ve basiretle yönetmesi kilit bir rol oynamaktadır. Başbakan Yardımcısı Mehmet Şimşek'in aşağıdaki ifadeleri<sup>27</sup> bu başarının günümüz bağlamında bir ifadesidir;

...yüzde 30–40 kredi genişleme hacminin sürdürülemez olduğu bir gerçektir. Türkiye o günlerden yumuşak inişi gerçekleştirdi... Tabii ki bankacılık sektörü imkânları çerçevesinde reel ekonomiyi destekleme noktasında önemli bir fonksiyon görmüştür ve dönüşüm anlamında bu büyük bir başarı hikâyesidir. ... Eskiden [1990'larda] Hazinesin borçlanma ihtiyacı o kadar yüksekti ki, Türkiye'nin açıkları o kadar büyüktü ki, bankacılık sektörü yurtdışından Hazineye kaynak yetiştirmeye çalışıyordu. İşin özü buydu. Yani önemli ölçüde Hazinencilik, biraz da ilgili ilişkili gruplara bir miktar kredi. 1990'lı yılların resmi bu değil miydi? Ondan dolayı 2001'i yaşamadık mı?

Devletin 1990'lardaki aşırı borçlanma ihtiyacı bankacılık sektörünün elindeki kaynakların devlet borçlanma senetlerine yönelmesine sebep olmaktadır. Bu yönelim bankalar için de o günkü koşullarda daha kolay ve risksiz bir çalışma şekliydi. Ancak 2000'lerdeki ekonomi politikası değişimi sektörün asıl işi olan reel kesimi desteklemeye yoğunlaşmasını sağladı. 48 milyar TL'den 1 trilyon 734 milyar TL'ye ulaşan kredi hacmi bu nedenle Türkiye ekonomisindeki gerçek bir yapısal dönüşümü temsil etmektedir. Bankacılık sektörü artık bilançosunun % 70 kadarını reel kesimin kullanımına tahsis etmektedir ve belki de daha önemlisi verilen kredilerin geri dönüşü gözetilerek ülke kaynaklarının heba edilmemesi gibi ağır bir görevle yerini getirmektedir. Uzun vadeye yayılan bu kredi genişlemesinde sorunlu kredilerin toplam krediler içindeki payının % 3 civarında sınırlandırılmış olması bu başarının temel göstergelerinden birisidir.

## Sonuç: Bir Para Politikası Önerisi

2009–2016 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 hastalandırarak kadar etkili bir varlık balonu/balonları ihtimali güç kazanacaktır. Önümüzdeki on yılların iktisadî tecrübeleri, buraya kadar yaptığımız açıklamalara istinaden öne sürülebilir ki, verimlilik normunun faydalı bir kılavuz

27 *BloombergHT*, "Şimşek: Bankacılığın Kârlılık Oranlarında Kritik Eşiğe Geldik" başlıklı haber, 27.05.2016, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1882865-simsek-bankaciligin-karlilik-oranlarinda-kritik-esige-geldik>, (erişim: 24.04.2017).

olma yeteneğine yeni kanıtlar ekleyebilecektir. Verimlilik normunun takibi politika yapımcılar tarafından benimsendiğinde Türkiye'nin para politikasının da kural benzeri bir icradan kurala dayalı bir çerçeveye oturmasını sağlayacaktır. Verimlilik normu yönündeki bir tercih Türkiye'nin 2002'den sonraki performansını aşarak, gelişmiş refah düzeyine ulaşmasının önündeki politika kaynaklı engelleri ortadan kaldıracaktır.

ABD'nin Büyük Moderasyonu 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 keyfi politika izlemek anlamına gelir.* Bu politikaların uzun vadedeki başarısı veya başarısızlığı onların hata olup olmadıklarını açığa çıkaracaktır. 1970 sonrasının ekonomik tecrübesi bütünüyle keyfi 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 merkezi planlama dairesinin sınırları dışındadır. Milton Freedman'ın 1969'da belirttiği gibi;<sup>28</sup>

Mevcut kanıtlar –en azından bilgi seviyesinin şimdiki hâlinde– para politikasının ince ayarlamaları ile ekonomik etkinlikte ince ayarlamalar yapabilme ihtimali üzerine ciddi şüpheler düşürür... Bu yüzden, keyfi 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 maliye politikası 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 iyi'nin çoğunlukla 'iyi'nin 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 engellemelidir.

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

28 John B. Taylor, "Swings in the Rules-Discretion Balance", *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory* isimli kitabın 40'ıncı yılı anma konferansı için hazırlanmıştır. Columbia University Press, Kasım 2010, ss. 15-16, <http://web.stanford.edu/~johntayl/Rules%20versus%20discretion.pdf>, (erişim: 24.04.2017).

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 fiyat istikrarını mı hedeflemelidir, yoksa enflasyonu artırmalı mıdır? Bir nominal gelir seviyesi mi veya bir istihdam seviyesi hedeflemesi mi merkez bankaları için uygun görevdir? *Merkez bankalarının bağımsız olması gerektiğini 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 mal ve hizmet fiyatlarının 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 girişimcilik hataları demetinin oluşmasını engeller.* Tüketici tercihleri ile yatırım planları arasındaki uyum artar ve bundan ekonominin bütün oyuncularını fayda görür. Doğal olarak bazı yerel/bireysel işletme başarısızlıkları ve iflâslar 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. 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 ahlâkî 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. *Ekonomik karar birimlerinin merkez bankası tarafından üretilmiş yanıltıcı fiyatlardan ve haksız rekabet tesirlerinden korunmaları bir ülkenin ekonomik özgürlüğünün ayrılmaz, tamamlayıcı bir parçasıdır.*

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 2002 sonrasındaki yıllara yayılmasını engellemiştir. Daha iyi bir seçenek olarak, yasama meclisleri merkez bankalarına kuralları empoze edebilir ve onları parasal dengesizlikleri engellemekle görevlendirilir. 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

- CHOWN, John, "Lessons from Monetary History", *The Euro – the Beginning, the Middle ... and the End?* içinde, Philip Booth (edit.), The Institute of Economic Affairs, Londra, Nisan 2013, ss. 83–105, <http://www.iea.org.uk/publications/research/the-euro-%E2%80%93-the-beginning-the-middle-and-the-end>, (erişim: 24.04.2017).
- ÇETİN, Ünsal, "Turkey's Great Moderation after 2002", *The Visio Journal*, Visio Enstitüsü, Slovenya 2016, sayı 1, ss. 51–68.
- ÇETİN, Ünsal, "Liberal Demokrasinin Kayıp Halkası", *Liberal Düşünce*, Liberte Yayınları, Ankara 2015, yıl 20, sayı 80, güz 2015, ss. 119–155, <http://www.liberal.org.tr/sayfa/liberal-demokrasinin-kayip-halkasi-unsal-cetin,632.php>, (erişim: 24.04.2017).
- HERBENER, Jeffrey M., (edit.), "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>, (erişim: 24.04.2017).
- HORWITZ, Steven, "The Costs of Inflation Revisited", *The Review of Austrian Economics*, Kluwer Academic Publishers, 2003, cilt 16, sayı 1, ss. 77–95, [http://www.gmu.edu/rae/archives/VOL16\\_1\\_2003/5\\_Horwitz.pdf](http://www.gmu.edu/rae/archives/VOL16_1_2003/5_Horwitz.pdf), (erişim: 24.04.2017).
- MELTZER, Allan H., *A History of the Federal Reserve, Vol. 1: 1913–1951*. University of Chicago Press, Chicago, 2003.
- MELTZER, Allan H., *A History of the Federal Reserve, Vol. 2, Book 1: 1951–1969*. University of Chicago Press, Chicago, 2009a.
- MELTZER, Allan H., *A History of the Federal Reserve, Vol. 2, Book 2: 1970–1986*. University of Chicago Press, Chicago, 2009b.
- SELGIN, George A., *Less Than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy*, The Institute of Economic Affairs and Ludwig von Mises Institute, Londra 1997, [http://mises.org/books/less\\_than\\_zero\\_selgin.pdf](http://mises.org/books/less_than_zero_selgin.pdf), (erişim: 24.04.2017).
- SIMPSON, David, "The Recession: Causes and Cures", Adam Smith Institute, Londra 2009, <http://www.adamsmith.org/research/the-recession-causes-and-cures-3>, (erişim: 24.04.2017).

- TAYLOR, John B., "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, North-Holland 1993, 39 (1993) ss. 195–214, <http://web.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>, (erişim: 24.04.2017).
- TAYLOR, John B., "Swings in the Rules-Discretion Balance", *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory* isimli kitabın 40'ıncı yılı anma konferansı için hazırlanmıştır, Columbia University Press, Kasım 2010, <http://web.stanford.edu/~johntayl/Rules%20versus%20discretion.pdf>, (erişim: 24.04.2017).
- TAYLOR, John B., "Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn't: A Tale of Two Eras", *Journal of Money, Credit and Banking*, The Ohio State University, Ohio, Eylül 2012, cilt 44, no. 6, ss. 1017–1030, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1538-4616.2012.00521.x/abstract>, (erişim: 24.04.2017).
- TAYLOR, John B., "Economic Exasperation", *Economics One; A Blog by John B. Taylor*, 08.04.2016, <https://economicsone.com/2016/04/08/economic-exasperation/>, (erişim: 24.04.2017).
- UZUN, Ahmet, "Parasal Genişleme ve Enflasyon" başlıklı köşe yazısı, *Yeni Yüzyıl Gazetesi*, 15.01.2016, <http://www.hurfiikirler.com/parasal-genisleme-ve-enflasyon/>, (erişim: 24.04.2017).
- YÜKSELER, Zafer, *Türkiye'nin Karşılaştırmalı Cari İşlemler Dengesi ve Rekabet Gücü Performansı (1997–2010 Dönemi)*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası – TCMB, Danışman, Ankara, Haziran 2011, [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c134b451-a83d-4dd3-a6f9-d2095ede2a2a/yukseler\\_cari.pdf?MOD=AJPERES&-CACHEID=ROOTWORKSPACEc134b451-a83d-4dd3-a6f9-d2095ede2a2a](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c134b451-a83d-4dd3-a6f9-d2095ede2a2a/yukseler_cari.pdf?MOD=AJPERES&-CACHEID=ROOTWORKSPACEc134b451-a83d-4dd3-a6f9-d2095ede2a2a), (erişim: 24.04.2017).
- BloombergHT*, "Şimşek: Bankacılığın Kârlılık Oranlarında Kritik Eşiğe Geldik" başlıklı haber, 27.05.2016, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1882865-simsek-bankaciligini-karlilik-oranlarinda-kritik-esige-geldik>, (erişim: 24.04.2017).
- Dünya Gazetesi*, "Avrupa'da En Fazla Gökdelen Türkiye'de" başlıklı haber, 24.04.2016, [Avrupa bölgesindeki 30 ülke için Reddit.com'un hazırladığı liste 70 metreyi geçen gökdelenlerin sayısına göre sıralama yapmaktadır. Listenin ilk beş sırası; Türkiye 417, Ukrayna 336, Almanya 282, İspanya 281, İngiltere 261.–Ü.Ç.], <http://www.dunya.com/gundem/avrupada-en-fazla-gokdelen-turkiyede-haberi-244773>, (erişim: 24.04.2017).
- Sabah Gazetesi*, Ekonomi Haberleri, "Özelleştirmede 160 Milyarlık Rekor" başlıklı haber, 04.04.2016. <http://www.sabah.com.tr/ekonomi/2016/04/04/ozellestirmede-160-milyarlik-rekor>, (erişim: 24.04.2017).
- Sabah Gazetesi*, Ekonomi Haberleri, "Yatırımcılar Türkiye İçin Sıraya Girecek" başlıklı haber, 25.03.2017, <http://www.sabah.com.tr/ekonomi/2017/03/25/yatirimcilar-turkiye-icin-siraya-girecek>, (erişim: 24.04.2017).
- The Economist*, "Dream on?", 21.07.2012, Emerging Markets Section, <http://www.economist.com/node/21559336>, (erişim: 24.04.2017).
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu – BDDK, İstatistikî Veriler, Türk Bankacılık Sektörü Aylık Raporlar, İnteraktif Aylık Bülten, Bilanço Verileri, [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Istatistiki\\_Veriler/Aylık\\_Raporlar/Aylık\\_Raporlar.aspx](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Istatistiki_Veriler/Aylık_Raporlar/Aylık_Raporlar.aspx), (erişim: 24.04.2017).
- T.C. Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Verimlilik Genel Müdürlüğü, 'Çalışan Kişi Başına Üretim Endeksi (2005 Ort.=100), 2005–2012 ve (2010 Ort.=100), 2010–2016', Üç Aylık Verimlilik İstatistikleri, <http://vi.sanayi.gov.tr/productivitystatistics/>, (erişim: 24.04.2017).



- T.C. Maliye Bakanlığı, *Yıllık Ekonomik Rapor 2016*, Ankara 2017, <http://www.maliye.gov.tr/Sayfalar/HaberDetay.aspx?rid=248&lst=HaberlerListesi>, (erişim: 24.04.2017).
- T.C. Maliye Bakanlığı, *Orta Vadeli Program (2017–2019)*, Ankara 2017, <http://www.bumko.gov.tr/TR,42/orta-vadeli-program.html>, (erişim: 24.04.2017).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası – TCMB, *Elektronik Veri Dağıtım Sistemi – EVDS, Detaylı Kullanım, 'TCMB Net Fonlaması (İş günü, Milyon TL) ve TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (İş günü, Yüzde)*, <http://evds.tcmb.gov.tr/>, (erişim: 24.04.2017).
- Türkiye İstatistik Kurumu, 'Konularına Göre İstatistikler' – 'Ulusal Hesaplar' – 'Dönemsel Hesaplar ve Yıllık Hesaplar' – 'İstatistiksel Tablolar ve Dinamik Sorgulama' – 'Üretim Yöntemi ile GSYH' – 'Cari Fiyatlarla ve Zincirlenmiş Hacim Endeksi', <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, (erişim: 24.04.2017).
- Türkiye İstatistik Kurumu, 'Temel İstatistikler' – 'Gelir, Yaşam, Tüketim ve Yoksulluk' – 'Eşdeğer Hanehalkı Kullanılabilir Fert Gelirine Göre Gini Katsayısı ve P80/P20 Oranı', <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, (erişim: 24.04.2017).
- Türkiye İstatistik Kurumu, 'Temel İstatistikler' – 'Gelir, Yaşam, Tüketim ve Yoksulluk' – 'Yoksulluk Sınırı Yöntemlerine Göre Fert Yoksulluk Oranları', <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, (erişim: 24.04.2017).
- Türkiye İstatistik Kurumu, 'Konularına Göre İstatistikler' – 'Ticaret ve Hizmet Endeksleri', 'Ticaret ve Hizmet İstihdam Endeksleri ve Değişim Oranları (2005=100), 2005–2012' ve 'Ticaret ve Hizmet Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış İstihdam Endeksi ve Değişim Oranları (2010=100), 2010–2016', <http://www.turkstat.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist>, (erişim: 24.04.2017).
- Türkiye İstatistik Kurumu, 'Konularına Göre İstatistikler' – 'Enflasyon ve Fiyat' – 'TÜFE–Tüketici Fiyat Endeksi' ve 'ÜFE–Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi', <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist>, (erişim: 24.04.2017).