

# Merkez Bankacılığın Gereksizliği\*

**George A. Selgin**

Ekonomist | Georgia Üniversitesi

Çeviren: Ahmet Uzun

liberal düşünce Yıl 18, Sayı 72, Güz 2013, s. 17-24.

## Istıraptan Zafere ve Yine Istırap

Arthur Burns'un (1979) "Merkez Bankacılığın İstırabı" (The Anguish of Central Banking) hakkındaki meşhur Per Jacobsson konferansını vermesinden bu yana otuz yıldan fazla zaman geçti. Burns bu konferansta ilân etmişti ki,

sinaî demokrasilere musibet olan sürekli enflasyon, yeni siyasî düşünce akımları enflasyonu sonlandırmak için gerekli olan zorlu ayarlamalara girişilebilen bir politik çevre yaratıncaya kadar bitirilemeyecektir –veya hatta kayda değer ölçüde kontrol altına dahi alınamayacaktır.

Yakın zamanda emekli olmuş bir Fed başkanından gelen bu sözler kayda değer bir beyanattı. Bu sözler, Fed'in en temel vazifesini icra etmekte çok aciz kaldığının ve problemin, Fed'in elindeki maddî araçların yokluğuyla değil, fakat sadece, o anda oyunda olan politik müşevvikler veri iken, yapılması gereken şeyi yapma iradesiyle alâkalı olduğunun bir itirafı anlamına gelmekteydi.

On yıl kadar sonra Paul Volcker (1990) kendi Per Jacobsson konferansının başlığını "Merkez Bankacılığın Zaferi mi?" (The Triumph of Central Banking?) koymak suretiyle, Burns'un kötümserliğine cevap verebilecek gücü hissetti. Volcker merkez bankacılığının "yeniden doğuşundan," (renaissance) –merkez bankalarıyla hükümetler arasında, merkez bankalarına, maliye politikası harcamaları için baskıyla sınırlanmaksızın, para üzerinde bilimsel

\* George A. Selgin, "The Futility of Central Banking," *Cato Journal*, Cilt 30, No. 3 (Güz 2010). ss. 465–473 © Copyright, The Cato Institute 2010. *Cato Journal*'ın izniyle yayınlanmıştır. Metnin orijinali için bkz. <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2010/11/cj30n3-4.pdf>

kontrol icra etme izni veren– yeni keşfedilmiş bir uyum çağından söz edecek kadar ileri gitmiştir.

Volcker sözünü ettiği zaferin geçici çıkabileceğini anlamıştı. Bu nedenle, konferansının başlığında soru işareti vardı. Volcker şu uyarıyı yapmıştı,

bugün merkez bankalarının nispeten iyi bir şöhrete sahip olmaları şeklindeki bir sonuç, bu kurumların şu anda aslında ileriki yıllarda daha büyük bir fiyat ve finansal istikrarı garanti edecek şekilde kendilerini teçhiz ettiklerinin ikna edici delili ile aynı şey değildir. Bu iddiayı savunmak için, seçilen bir zaman noktasında, büyük çapta bir enflasyonun sistem dışına itilebileceğinin bir kanıtından daha kalıcı bir şeyler gerekecektir. Müstesna bir uzun ekonomik genişleme dönemi de –derin bir resesyonu takip eden bir dönem olarak– bu bakımdan sonuç mahiyetinde değildir.

Dahası, Volcker “Enflasyon üzerinde kısmî bir zaferin bile kesin olmadığını” söylemiştir.

Yazık ki, Volcker’ın uyarısı çok fazla ileri görüşlü çıktı: Parasal yanlış yönetimin bitişine ait raporlar gerçekten vakitsizdi. Şimdi biliyoruz ki, “Merkez Bankacılığın Zaferi” –I. Dünya Savaşı sonrasının enflasyon cümbüşünden 1930’ların Büyük Daralma’sına ve bugünkü subprime yapay büyüme ve ani çöküşüne kadar– neredeyse kesintisiz bir parasal felâketler silsilesini içeren bir savaşta, yegâne başarılı bir seferden başka bir şey değildi. Ve işte bu inkâr edilemez başarı, şu anda her zamankinden daha az güven içindedir.

Belki de, hiçbir merkez bankacı asla “Merkez Bankacılığın Beyhudeliği” (The Futility of Central Banking) üzerine bir Per Jacobsson konferansı verecek kadar gözü pek olmayacaktır. Fakat, bu konu hakkında birileri için konuşma zamanı gelmiştir. Çünkü bugün artık açıktır ki, yakın tarihte olduğu gibi, genel olarak merkez bankaları ve özel olarak da Federal Rezerv, yalnızca finansal ve parasal felâketleri önleme gücünde olmamakla kalmayıp, farkında olmadan bu tür felâketlerin *doğmasına* yardım eden politikaların izlenmesine direnme gücünde de değildir.

## Merkez Bankaları Doğaları Gereği Keyfîdir

Birisi şöyle karşılık verebilir: Merkez bankalarının çok sayıda başarısızlığı, *haddi zatında* (*per se*) merkez bankacılığın başarısızlığı değil, fakat doğru türden parasal kurallara bağlı kalmanın engellemiş olabileceği keyfî (*discretionary*) merkez bankacılığın başarısızlıklarıdır. Bu görüş akla yatkın gibi gözüксе de, ben onun hatalı olduğuna inanıyorum. Bir merkez bankasının varlığı sorgusuz sualsiz kabul edildiği ölçüde, parasal kurallarla parasal keyfî yönetim arasında bir tercih olduğu fikri yanlıcıdır. Gerçek daha ziyade merkez bankalarının doğaları itibariyle keyfî kurumlar olduğudur, veya daha tam olarak, merkez bankacılarının keyfî takdir hakkını kullanmaya karşı direne-

meyecekleridir. Evli bir bekâr gibi, kurala bağlı bir merkez bankacı çelişkili bir ifadedir, çünkü hem merkez bankacıların arka planı hem de karşı karşıya oldukları müşevvikler, en dikkatli şekilde düzenlenmiş parasal kuralların bile sahip olduğu sakınılması imkânsız eksikliklerle birleşerek, kaçınılmaz surette bu insanları parasal stokla oynama cazibesine sürükleyecektir.

İşte bu şekildedir ki, klâsik altın standardı, küresel parasal istikrarın benzersiz bir dönemini mümkün hâle getiren bir kurala dayalı parasal düzenleme, uygulanması bir kere merkez bankalarının eline verilince ölüme mahkûm edilmiş oldu. Bu bankaların bizzat varlığı istikrarsızlaştırıcıydı. Ve hatta, istikrarlı kur paritelerini sürdürmeye yönelik uzun süreli taahhütler, merkez bankacıları bu taahhütlerin gereğini yapmak ile kendi sponsorları olan hükümetlerin acil malî taleplerini karşılamak arasında bir tercihle karşılaştıkları zaman, hiçbir işe yaramıyordu.

Bu nokta, son kriz esnasında Fed'in davranışı tarafından etkili bir şekilde resmedilmiştir. 1980'lerdeki enflasyon ateşini söndürme ile dot-com çöküşü<sup>1</sup> arasındaki dönem için, Fed yakın zamanların tecrübesinde daha önce görülmemiş bir genel parasal istikrar dönemine nezaret etmekle övünebilir. Büyük Moderasyon<sup>2</sup> denilen şey, Volcker'ın merkez bankacıların her şeye rağmen zafer kazanmış oldukları yönündeki, Büyük Moderasyon'un başlangıcından kısa bir süre sonra ulaşılan, deneme niteliğindeki sonucunu fazlasıyla haklılaştırmış gibi gözüküyordu. Fakat, istenmeden de olsa, bu sonuç parasal kuralların taraftarları için bir zaferi de temsil ediyordu. Çünkü bu sonuç John Taylor'un Fed'in politikayı nispeten basit bir parasal kurala büyük ölçüde bağlı kalıyor gibi yönettiğini gösterebildiği bu dönemden gelen bir kanıtı kullanıyordu. Bu kural federal fonlar hedef oranının enflasyon oranı ile çıktının, üretimin kendi sürdürülebilir uzun dönemli değerinden sapışındaki, gözlemlenen değişimlerine tepki olarak sistematik bir tarzda belirlemesini gerektirir. Üstelik, Taylor (2008) çok kısa bir süre önce, şayet Fed aynı "Taylor Kuralı"nı izlemeyi sürdürseydi, 2001-sonrası döneminin konut büyümesi ve bunun sonucunda gelen daralmanın önlenebileceğini göstermiştir.

Elbette, bütün muhtemel parasal kurallardan hiçbiri, merkez bankacılar için, kendi eski keyfî kararlarının kalıbına uymak üzere dönem sonu itiba-

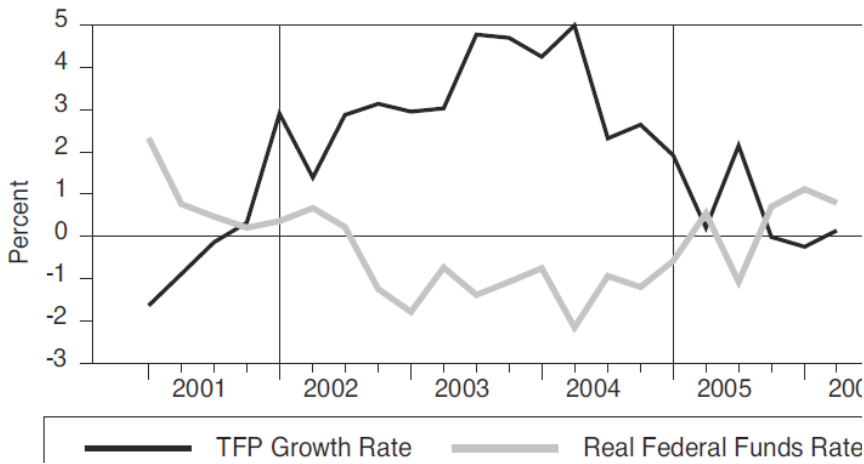
1 Çevirenin notu; (dot-com crash) Aşağı yukarı 1995-2000 arasında meydana gelen spekülâtif patlama esnasında sanayileşmiş ülkelerde borsaların hisse senedi değerlerinde internet sektörü ve ilgili alanlardaki büyümeden kaynaklanan hızlı bir yükseliş olmuştur. Fakat daha sonra bu hızlı yükseliş "dot-com çöküşü" ile son bularak sürdürülemez çıkmış ve bir resesyona neden olmuştur.

2 Editörün notu; (Great Moderation) Bretton Woods sistemi sonrasında pür küresel fiat para sistemi döneminde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğu tarafından takip edilen kurallara dayalı ve kural benzeri ekonomi politikaları sonucunda oluşan uzun ve sağlıklı büyüme dönemi. Genellikle 1980'lerin ilk yılları ile 2000'lerin ilk yılları arasında kapsadığı kabul edilir.

riyle (*ex post*) türetilen bir kurala bağlı kalmaktan daha kolay değildir, ve bu özellikle de aynı yönetim yerinde duruyorsa böyledir. Üstelik, Taylor'ın kendi bulgularını yayınlamasından kısa bir süre sonra, Fed açıkça kendi değerlendirmelerinde Taylor'un kuralını göz önünde tutmaya başladı. Fakat, Fed dot-com krizi sonrasında bu kuraldan önemli bir geçici ayrılışa karşı durmaktan aciz kaldı. Taylor Kuralı'nın gerektirdiği gibi, çöküşten giderek artan toparlanma işaretlerine karşın, federal fonlar hedefini yükseltmek yerine, FOMC (Federal Open Market Committee – Federal Açık Piyasa Komitesi) bu oranı düşük tutmayı rasyonelleştirecek yollar buldu.

Özellikle, FOMC verimlilikte süregelen artışı federal fonlar oranının yüzde 1'den onun uzun vadeli ortalaması olan (dönemin geçerli enflasyon oranı için) yaklaşık yüzde 3'e yükselmesini daha da geciktiren bir neden olarak ele almıştır. Üstelik onlar bunu, bir verimlilik artış dalgasının genellikle ortalamadan daha yüksek bir "nötr" federal fonlar oranını ima etmesine rağmen yapmışlardır. Bunun yerine, onlar, bu verimlilik artışının fiyatlar üzerinde aşağı doğru baskı yapmak suretiyle, kendilerine enflasyonu ateşlemeksizin normal politikalarından ayrılma imkânı vereceğini düşündüler. Şekil 1 söz konusu dönemler esnasındaki verimlilik artış oranı ile reel federal fonlar oranı arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Şekil 2 ise (toplam faktör verimliliği artış oranı – "nötr" reel federal fonlar oranının kaba fakat işe yarar bir ikamesi- ve fiilî reel federal fonlar oranı arasındaki fark olarak tanımlanan) "verimlilik açığı" ile yeni konut inşaatları arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

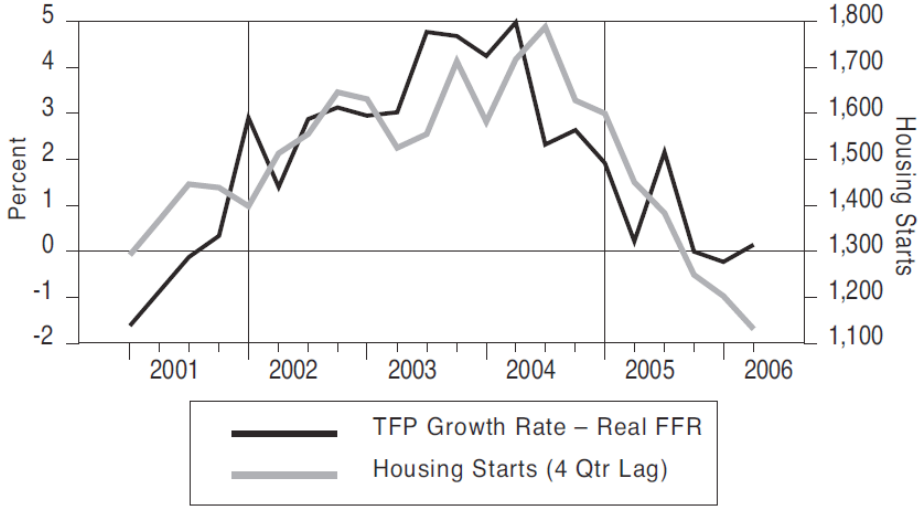
Şekil 1-Verimlilik Artışı ve Para Politikası



Kaynak: Beckworth ve Selgin (2010).

Kıscacası, FOMC verimlilik kazançlarını, bir aşırı hız cezası riskine girmeksizin kredi motorunun hızını artırmaya yönelik bir fırsat olarak gördü. Böyle yapmanın en sonunda ekonominin bazı kısımlarının fazla ısınmasına, ve nihayetinde başarısızlığa uğramasına yol açacağı FOMC'un aklına gelmiş görünmemektedir.

Şekil 2-Verimlilik Açığı ve Yeni Konut İnşaatları



Kaynak: Beckworth ve Selgin (2010).

Hikâyenin esası sadece Fed'in yanlış yapmış olması değildir, fakat (kesinlikle eksik olmasına rağmen) nispeten tecrübeyle sabit bir formülden -böyle yapmayı haklılaştırmak için zeki fakat yanlış yönlendirilmiş bir muhakeme kullanarak- ayrılmak suretiyle de hata yapmış olması, ve Fed'in tüzüğü veri iken, böyle yanlış yönlendirilmiş bir yeni yönelimin kaçınılmazlığıdır. Daha önemlisi, uzman para iktisatçılarından müteşekkil bir FOMC'den, sanki çok sayıda düz memurlardan oluşuyormuş gibi, bu uzmanlığı politika yapmada kolaylıkla bir kenara koymasının beklenemeyecek olması da kaçınılmazdır. Ve aynı şey bugün bütün merkez bankaları için doğrudur. Yalnızca bir politika sorunu olarak, kurallara bağlı kalmadaki bu başarısızlık ne sadece politik baskının bir tezahürü ne de, bazı yazarların öne sürdüğü gibi, daha zarif bir ifadeyle bir "zaman tutarsızlığı" (time inconsistency) sorunudur. Bu faktörler de, muhakkak ki, merkez bankalarının kendi kendilerine empoze ettikleri kurallara bağlı kalma gücünün altını oyar. Fakat, günümüzün asıl sorunu bundan daha sıkıntı vericidir. Bu da, para otoritelerinin tamamen iyi niyetli fakat nihayetinde yanlış yönlendirilmiş kendi akıllarını kullanma arzularından daha fazla bir şeyi içermemektedir.

## Parasal ve Finansal Düzenleyici G clerin Ayrılması

Bu tecrübenin ardından Fed'in hatalarına işaret etmek nispeten kolay iken, komitenin görev tanımını doğru kabul ettikten sonra, FOMC'nin değerlendirmelerinde kusur bulmak çok zordur. Bu değerlendirmeler, en azından son dalgalanma örneğinde olduğu gibi, Hazinesden gelen baskıya boyun eğilmediğini ya da halkı aldatma niyeti g d lmediğini göstermektedir. Komite  yelerinin argümanları, bazen yanlış da olsa, iyi niyetli ve Fed'in resm  görevi doğrultusunda hareket etme arzusuyla uyumlu gözükmektedir.

Belirtmiş olduğum üzere, gerçek sorun FOMC'nin politikayı belirlediği belirli biçim değildir, fakat komitenin doğasından gelen keyfî yapısıdır; Ve tek çıkış yolu, Fed'i, isim olarak değilse bile en azından ruhen bütünüyle ortadan kaldırmak manasına gelecek bir kurumsal değişim yoluyla, keyfi karar almanın toptan bertaraf edilmesidir.

Son yıllarda birkaç ülke ya para kurulları ihdas etmek ya da dolarizasyon suretiyle bunu gerçekleştirmeyi başarmıştır. Fakat bu reformlar, ABD doları d hil, bağlı oldukları önemli paraların yönetimindeki istenmeyen parasal keyfî takdir problemine g  bel  hitap eder. Birleşik Amerika'da ihtiyaç duyulan Şey,  z  itibariyle, FOMC'yi ortodoks para kurullarının dayalı olduğuna benzer bir yasal çerçeveye bağlı bir yönetim düzenlemesiyle değiştirecek bir reformdur. Fakat Şu Őartla ki, "Parasal Kural Uygulama Organının" *yegâne* amacı baz para arzını basit bir parasal kuralla katı bir uyum içinde yönetmek olacaktır. Bu otoritenin başka g leri olmamalıdır, aynen başka hiçbir otoritenin parasal tabanı manipüle etme gücünün olmaması gibi; Ve yine bu kurumun çalışanları, para politikası uygulamasında istenilen geçici değişikliklere dair uzman danışmanlığı sunma var sayılan kabiliyeti yerine, parasal yasayı uygulama dürüstlüğü ve istekliliği nedeniyle seçilmiş olan, pilotlardan ziyade polisler olmalıdır. Nihai olarak, finansal düzenleyici politika ve finansal kurtarmalar (bu tür kurtarma operasyonları gerçekleştirildiği ölçüde) ayrı birimlerin sorumluluğunda olmalıdır, ve böylelikle, bu görevler Parasal Kural Uygulama Organının para basma makinesinden gelen en son destek ümidi olmaksızın yönetilmek zorunda olacaktır.

Bir parasal kuralın katı bir Şekilde sürdürülmesi için elzem olmanın yanında, baz para yaratma gücünü finansal firma regülasyonu ve desteğinden ayırma  nerisi, h lihazırda finansal sistemin güvenliğinin altını daha da fazla oyma tehlikesi yaratan üstü kapalı/zımn  garantilerin dizginlenmesine de yardımcı olacaktır. Ne yazık ki, bu Beyaz Saray'ın kendi cari finansal reform planında önerdiği Şeye tam anlamıyla da zıttır. Fed'i yakın geçmişte para ar-

zını kötü yönettiği için ödüllendirmiş gibi görünen bu plan, Federal Rezerv'in finansal firmaları düzenleme ve kurtarmadaki rolünü önemli ölçüde güçlendirecek, ve böylelikle para arzını yönetmek olan orijinal görevini daha da karmaşık hâle getirecektir.

## Piyasa Yardım Edebilir

Taylor Kuralı'na katı bağlılık bile Fed'in para arzını yönetmedeki fiilî *ad hoc* yaklaşımından daha iyi olurdu, ancak buna rağmen çok daha iyi başka parasal kurallar vardır. Bu kimseye sürpriz gelmemelidir, çünkü (belirtildiği gibi) Taylor Kuralı bir ideal olarak değil, fakat Greenspan döneminin büyük bir bölümünde Fed'in fiilî (ve kusurlu) para politikası kararlarına yaklaşan bir kural olarak gelişmiştir.

Alternatif bir parasal kural –nominal GSYİH hedeflemesi– tavsiye edilebilecek bir kuraldır. Bu kural altında para otoritesi, parasal tabanı, istikrarlı bir büyüme oranının hedeflenmesi ya da bu hedefin sürdürülmesiyle, nominal harcamaların büyüme oranındaki değişikliklere karşılık tepki olarak ayarlar. Böylece para stokunun, elde tutulan reel para talebi arttığı zaman daha hızlı, ve bu talep azaldığı zaman daha az hızlı büyümesi sağlanacaktır. Bir nominal GSYİH büyüme hedefi bu nedenle sezgisel olarak çekicidir, çünkü o, enflasyon ve işsizlik oranları gibi değişkenlerin, her zaman parasal noksanlıklar ya da fazlalıkların bir yansıması olmayan hareketlerine karşı herhangi bir parasal tepkiyi gerektirmez.

Toplam harcama akımı istikrarlı kaldığı sürece, finansal sistemi her ne rahatsız ederse etsin, bu genel bir dolar ya da likidite yetersizliği değildir, ve doların arzını herhangi bir şekilde kurcalama muhtemelen kendisine ait problemlere yol açacaktır. Doğal olarak, regüle edici bürokratlar para basma makinesine başvurmanın kendilerine vereceği acil ödünç verme işi için ilâve bir manevra alanına sahip olmayı yeğleyebilirler. Fakat, katı bir nominal GSYİH hedefleme rejimine itiraz etmek için bir neden olması şöyle dursun, bu, düzenleyicileri rejimin uygulanmasından sorumlu olanlara erişimden uzak tutma gereğinin bir delilidir.

İngiltere Merkez Bankası (The Bank of England) sözüm ona bir nominal GSYİH hedefi kullanmaktadır ve bunu, herhangi bir şekilde böyle yapmak zorunda olmamasına rağmen yapmaktadır, ve iktisatçı Scott Sumner bir süredir, nominal GSYİH futures hedeflemesi denilen bir şema önermektedir. Bu şemaya göre, açık piyasadaki spekülâtorler para otoritesine ait kuralın uygulanma ve ifasında kritik bir rol oynamaktadırlar (bkz. Sumner 1989 ve 1995).

Şemanın ayrıntıları burada listelenemeyecek kadar karmaşıktır. Bu şemanın ana erdemi, nominal GSYİH kuralını uygulamayı amaçlayan parasal taban ayarlamalarındaki keyfiyet unsurunu önemli ölçüde azaltması, ve böylelikle, para arzı ayarlama sürecini, bürokratların yargısına bel bağlamaktan büyük ölçüde azade olan, tamamıyla otomatik bir sürece yaklaştırmasıdır.

Böylece, Sumner'ın planı, üzerinde sağlam bir parasal kontrol şeması bina edilmesi gereken genel bir ilkenin gereğini yapar –yani, şema piyasa güçleriyle uyum içinde çalışmalıdır. Merkez bankaları, piyasalar parasal istikrarı başarmak için kendilerine yardım etmede pozitif bir rol oynayamazmış gibi hareket ederek, bu ilkeyi ekseriyetle terk etmişlerdir. Fakat bu tutum ciddi ölçüde hatalıdır. Tarih tamamen rekabetçi piyasa düzenlemelerine dayalı olan istikrarlı parasal sistemlere dair önemli örnekler sunmaktadır; Ve *fiat* para standartlarının mevcudiyeti parasal kontrolün artık bütünüyle piyasa temelli olamayacağı manasına gelse de, bundan piyasa kurumlarının bu sürece yardım edemeyeceği sonucu çıkarılamaz.

Sumner şeması bu tür müesseseleri kullanmak için bir yol önermektedir. Bir diğer öneri, para otoritesinin banka rezervleri arzını düzenleme işine yoğunlaşmasına imkân vermek amacıyla, hükümeti kâğıt para işinden kovmaktır. Ticari bankalar, geçmişte yaptıkları gibi, kendi kâğıt banknotlarını arz etmek için teşvik edilmelidir; Halk da, buna karşılık olarak, elektronik ödeme biçimlerini daha fazla kullanmaya yönelik olarak teşvik edilebilir, ki bunun ilâve çok sayıda avantajı vardır. Kamunun cebinden kâğıt para arz etmek suretiyle, bugünkü düzenleme arkaik bir ödeme aracını sürdürürken, parasal kontrol problemini karmaşık hâle getirmektedir.

## Kaynaklar

- Beckworth, D. M., ve Selgin, G. (2010) "Greenspan's Bubble: The Productivity Connection." Yayınlanmamış çalışma makalesi.
- Burns, A. F. (1979) *The Anguish of Central Banking*. The 1979 Per Jacobsson Lecture (30 Eylül). Washington: International Monetary Fund, Per Jacobsson Foundation.
- Sumner, S. (1989) "Using Futures Instrument Prices to Target Nominal Income." *Bulletin of Economic Research* 41 (2): 157–63.
- (1995) "The Impact of Futures Price Targeting on the Precision and Credibility of Monetary Policy." *Journal of Money, Credit and Banking* 27 (1): 89–106.
- Taylor, J. B. (2008). *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford, Calif.: Hoover Institution Press.
- Volcker, P. A. (1990) *The Triumph of Central Banking?* The 1990 Per Jacobsson Lecture (23 Eylül). Washington: International Monetary Fund, Per Jacobsson Foundation).