

# Teori ve Politika Formülasyonunda Doğal ve Nötr Fâiz Oranları\*

**Roger W. Garrison**

Ekonomist | Auburn Üniversitesi

Çeviren: Ünsal Çetin

liberal düşünce Yıl 18, Sayı 72, Güz 2013, s. 33-45.

Fâiz Keynes'in *General Theory of Employment, Interest, and Money* (İstihdam, Fâiz ve Paranın Genel Teorisi – 1936) kitabında olduğu gibi, Keynes öncesi çok sayıda eserde de isim veren bir role sahiptir. Eugen Böhm-Bawerk'in *Capital and Interest*'i (Sermaye ve Fâiz – 1889), Knut Wicksell'in *Interest and Prices*'i (Fâiz ve Fiyatlar – 1898), ve Gustav Cassel'in *The Nature and Necessity of Interest*'i (Fâizin Doğası ve Gerekliliği – 1903) hemen akla gelen eserlerdir. F. A. Hayek'in *Prices, Interest and Investment*'indeki (Fiyatlar, Fâiz ve Yatırım – 1939) makaleler, Keynes'in kitabından önce ve sonra yayınlanan, fâiz oranlarının üretim planlarının tüketim tercihleri ile koordine edilmişinde oynadığı kritik role odaklanır. *Genel Teori* klâsik (ve Avusturyacı) düşünceden fâizin esere isim verici rolünün haricinde önemli bir kopuşunu temsil eder. Daha doğrusu, bu kopuş Keynesyen teoride piyasaca belirlenen fâiz oranı tarafından oynanan rolün dengesizleştirici olmasından kaynaklanır.

Günümüzün politika tartışmalarında, fâiz oranı yalnızca yakından takip edilen federal fonlar oranının Federal Rezerv'in ayakta kalan yegâne politika hedefi olması nedeniyle merkezî sahneyi işgâl eder. (Bir çeyrek yüzyıl önce, Fed para arzını hedefleme yeteneğini –veya hatta, belirgin bir şekilde önem arz eden bir parasal büyüklüğü teşhis yeteneğini de kaybetmiştir.) Tam da piyasa dışı bir kurum niteliğinde olduğundan, Federal Rezerv'in piyasaya karşı

\* Roger W. Garrison, "Natural and Neutral Rates of Interest in Theory and Policy Formulation", *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Cilt 9, no 4, Kış 2006, ss. 57–68. Metnin orijinali için bkz. <http://mises.org/daily/2513>

çıkan bir gücü sarf etmesi beklenir. Varsayıma göre, aksi halde dalgalanma doğuracak olan piyasa güçlerine karşı hareket etmelidir. Keynesyen görüş ile uyumlu olarak, piyasa fâiz oranları tasarruf ve yatırım kararlarını koordine etmede başarısızlığa uğrar. Bu başarısızlık tasarruf kararlarının yalnızca gelirlere dayalı kılınması ve yatırım kararlarının ise Keynes'in "hayvanî güdüler"ince hüküm altına alınmasına izin verilmesi ile gerçekleşir. Daha kötüsü, fâizin yüksek oranları likiditeye yönelik fetişvarî tutumlardan ve bunun sonucundaki harcama noksanlığından kaynaklanır.

Bankalar arası ödünçler için gecelik oran olan federal fonlar oranı, fâiz oranlarını geneli itibarıyla kontrol etmek üzere, azaltılabilir veya yükseltilebilir. Federal Rezerv federal fonlar oranını harcamaları teşvik etmek ve ekonomiyi resesyona batmaktan korumak amacıyla düşürür; Federal fonlar oranını harcamaları bastırmak ve fiyat ve ücretlerin yukarıya doğru tırmanışını engellemek amacıyla yükseltir. Keynesyen görüş ve merkez bankası politikası için ima edilen rolü verdi aldığımızda, sözüm ona "merkez bankacılık sanatı" "doğru" federal fonlar oranını seçmektir. Bu oran hem işsizliği hem de enflasyonu engelleyen orandır.

Teori ve politika geliştikçe, "doğal oran" ve "nötr oran" terimleri, eş anlamlı gibi görünseler de, Keynesyen öncesi ve Keynesyen sonrası düşünce arasında bir farklılığı sunmaktadır. Her ne kadar, "doğal" ve "nötr" bazen neredeyse birbirinin yerine kullanılıyor ise de, fiiliyatta önemli kavramsal bir farklılık vardır: Doğal fâiz oranı piyasada borçlanma ve borç verme etkinliğinin bir sonucu olarak doğan ve ekonominin kaynaklarının zamanlar arasındaki tahsisatını yöneten bir orandır. Nötr fâiz oranı akılcıl şekilde seçilen parasal politika tarafından piyasaya dayatılan ve zaman üstündeki her bir noktada ekonomik etkinliğin genel seviyesini yönetmek üzere planlanan bir orandır. Bu farklılık ve onun imalarının bir keşfi, Federal Rezerv politika üretiminin şimdiki durumu ve bir merkez bankasının piyasa ekonomisi için yarattığı zorlukları anlama yolunda uzun bir mesafe kat edebilir.

## Doğal Fâiz Oranı

İsveçli ekonomist Knut Wicksell tarafından bu şekilde adlandırılan doğal fâiz oranı ekonomik etkinliğin temelinde yatan reel faktörleri yansıtan orandır. Bütünüyle özel sektörden oluşan bir ekonomiye işaret etmek üzere makroekonomik terimlerle ifade edecek olursak, kaynakların tahsisini şimdiki tüketim ile geleceğe dönük yatırım arasında yönlendiren oran bu orandır. Tasarruf ve yatırımı dengede tutmak suretiyle, doğal oran ekonomiyi sürdürülebilir bir büyüme patikası üstünde yönlendirir. Yani, doğal oran tarafından yönlendirilen, tüketilmeyen cari üretim (reel tasarruf) ekonominin üretici ka-

pasitesini halkın tüketimi erteleme istekliliği ile tutarlı olacak şekilde güçlendirmek için kullanılır.

Avusturyacı ekonomistlerin elinde, doğal oran piyasa katılımcılarının zaman tercihlerini yansıtan ve kaynakları zaman boyutu üzerinde belirlenmiş üretim aşamaları arasında tahsis eden oran hâline gelir. Bir aşamanın çıktısı, ekonominin üretim sürecinin bu mantıkî ve geneli itibarıyla tasvir edici sunumunda, bir sonraki aşama için girdi olarak iş görür. Ekonominin sermaye yapısının zamansal boyutu Avusturyacı teoride anahtar bir makroekonomik değişkendir. Zaman tercihi basitçe halkın zaman üzerindeki tercih edilen tüketim kalıplarına işaret eden özet bir terimdir. Zaman tercihlerindeki bir düşüş artan bir geleceğe dönük olma anlamına gelir. İnsanlar gönüllü olarak, gelecekteki tüketim seviyesini artırmak amacıyla, şu an daha çok tasarruf etmektedir. Onların artan tasarrufları doğal fâiz oranını düşürür ve nihaî ve son üretim aşamalarındaki kaynakları serbest bırakır. Bununla aynı anda, doğrudan azalan borçlanma maliyetlerine dönüşen daha düşük doğal oran, ilk aşama üretim etkinliklerini daha kârlı kılar. Kaynakların geç üretim aşamalarından ilk üretim aşamalarına doğru yeniden tahsisi ile, tüketimin tercih edilen zamansal kalıbı ekonominin üretim yapısının yer açıcı bir intibakına dönüştürülür.

Doğal orandaki hareketler, kaynakların erişilebilirliği veya teknolojiye değişimler gerçekleştiği zaman da ekonominin performansı için önem arz eder. Teknolojik bir ilerlemenin zaman tüketici bir üretim sürecini eskisinden çok daha verimli bir hâle getirdiğini varsayınız. Gelecek tüketim –hatta artan gelecek tüketim– artık şimdiki tüketimden daha az bir fedakârlıkla temin edilebilir. İnsanların pazaryerindeki tercihleri teknolojik kazancın ne kadarının şimdiki tüketim (daha az tasarruf) ve ne kadarının gelecek tüketim üzerinden gerçekleştirileceğini belirleyecektir. (Gelecek tüketim tercihlerinde, yeni teknolojinin mevcudiyeti azalan tasarrufların tesirini telâfi etmekten daha fazlasını yapar.) Bu geçiş dönemi esnasında doğal orandaki bir yükseliş, Hayek'e borçlu olduğumuz bir terimle (1933, ss. 94 ve 179), Avusturyacı ekonomistler tarafından bir "fâiz oranı freni" olarak resmedilir. Fâiz oranı freni yeni teknolojinin tatbik edildiği ve yeni teknolojinin, bu suretle, bu tatbik dönemi esnasında dahi artan şimdiki tüketime izin verdiği oranı/hızı bulmaya yardımcı olur. Envanterler üretimin son aşamalarında azalışa geçer ve bazı kaynaklar daha az zaman tüketen projelere doğru yeniden yönlendirilir.

Özet ifadelerle, doğal oran dengeleştirici bir oran olarak görülür. Bu oran şimdiki ve gelecek tüketici taleplerinin karşılanmasına yönelik kaynakların mevcudiyeti hakkında gerçeği söyleyen orandır. Bunu üretim planlarının tüketimin tercih edilen kalıpları ile uyumlu olmasına müsaade ederek yapar.

Tanım gereği, doğal olmayan veya yapay bir fâiz oranı piyasa dışı bir tesiri yansıtan ve zamanlar arası tüketim tercihleri ile zamanlar arası yatırım planları arasında bir kopukluk yaratan orandır. Şayet Federal Rezerv düşük bir federal fonlar oranını hedefliyorsa bir süreliğine hüküm sürebilecek olan, yapay surette düşük tutulan bir fâiz oranı, iş dünyasına halkın fiilî tasarruf etme istekliliğince gerekçelendirilenden daha uzun planlama ufukları olarak yansıyacaktır. Üretim ve tüketim faaliyetleri arasındaki politika kaynaklı bu uygunsuzluk refah illüzyonu yaratır, fakat ekonomi genelinde bir çöküş şeklini alacak olan kaçınılmaz bir piyasa düzeltmesi için sahneyi hazırlar. Bu Avusturyacı iktisadî dalgalanma teorisinin esasıdır. Bu uyumsuzluk ve sonuçlanan hızlı büyüme–sert çöküş ardıllığı, “büyümeyi teşvik etmek” ve “büyümeye yer açmak” olarak tanımlanabilecek, iki farklı ama bağlantılı politika hedefinin bir sonucu olarak gerçekleştirilebilir.

### Büyümeyi Teşvik Etmek

Federal Rezerv, temel piyasa koşullarında bir değişikliğin olmadığı koşullarda, (düşük bir federal fonlar oranını hedefleyerek) fâiz oranlarını aşağıya çekebilir. Değişmeyen teknoloji, kaynak erişilebilirliği ve tüketim tercihlerine karşın, ticarî firmalar yine de ucuz krediden faydalanmaya yönlendirilir. Bilhassa ekonominin fâize duyarlı sektörlerinde, üretim faaliyetleri daha kârlı görünür. Ekonomi düşük fâiz oranları tarafından sürdürülemez bir büyüme patikasına yönlendirilir. Ucuz kredi politikası, nihai olarak ekonomiye zararlı olsa da, politik bakımdan caziptir. Görünüşte güçlü bir ekonomi, yeniden seçilmek isteyen görev başındakiler için, daima cazibeli bir arka fon yaratır. Eğer zamanlama doğruysa, görünüşteki ekonomik güç piyasanın kendisi tarafından gerçek bir zayıflık olarak açığa çıkarılmadan önce, oylar hasat edilebilir.

Politik nedenlerle büyümenin teşvik edilişi fenomeni “politik iktisadî dalgalanmalar” üstüne bütün bir literatürü doğurmuştur. Vurgu ister (Avusturyacı ekonomistlerin ifade edeceği gibi) kaynakların zamanlar arası yanlış tahsisine, ister (anaakım makroekonomistlerin ifade edeceği gibi) enflasyon ve işsizliğin art arda gelen nöbetleri üstüne yapılsın, politik iktisadî dalgalanma teorisi fâizin tahrif edilmemiş temel oranını makroekonomik sıhhat ile tutarlı, ve politikanın bulaştırdığı fâiz oranını (ve para arzı büyüme oranlarını) ise büyüme ve çöküş şeklindeki bir makroekonomik rahatsızlığın sorumlusu olarak kabul eder. Hemen hemen seçim dönemlerine denk düşen iktisadî dalgalanmalar geçen yarım yüzyılın politik manzarasının tamamlayıcı bir parçası olmaktadır. *Constitution of Liberty* (Özgürlüğün Anayasası – 1960) isimli eserinde, F. A. Hayek Avusturyacı makroiktisat ile günümüzde Kamu Tercih

teorisi diye adlandırılan şeyin bir terkiğini büyüme ve çöküşün bu eko-politik dinamiklerini izah etmek için önermiştir.

## Büyümeye Yer Açmak

Teknolojik ilerleme dönemlerinde, Federal Rezerv ekonomik büyüme yer açar, bunu teknolojideki iyileşmeler gerçekleşmeden önce her ne fâiz oranı hüküm sürüyorsa bu orandan serbestçe ödünç arz ederek yapar. Böylece, fâiz oranları, büyüme teşvik etme durumundaki gibi, aslında düşürülmüş değildir. Daha doğrusu, fâiz oranlarının yalnızca yükselmesine izin verilmiştir –Federal Rezerv’in yer açmasının yokluğunda gerçekleşebileceği gibi. Fiiliyatta, yer açma politikası Hayek’in fâiz oranı frenini tesirsiz kılar. Verili zamanlar arası tercih ile, insanlar teknolojik ilerlemeye eşlik eden kazançların sadece bir kısmını artan *gelecek* tüketim şeklinde kullanmayı tercih eder. Bu kazançların en azından bir kısmını artan şimdiki tüketim şeklinde kullanmayı tercih edeceklerdir. Ve gelişen teknoloji veri iken, bütün zaman boyutuna yayılan kazançlar mümkündür. İnsanlar şimdi daha az tasarruf eder ve yine de daha çok gelecek tüketimin keyfini çıkarır. Yeni teknolojinin tatbik edildiği dönem boyunca, müteşebbisler yatırımda kullanılabilir fonlar için rekabet ettikleri için, doğal oran yükselecektir. İşte bu şekilde, geçici olarak yüksek doğal oran ekonominin yeni teknolojiye intibak sağlamasına izin verir. Bu doğal oran halkın zamanlar arası tercihleri ile tutarlı olan bir seviyedir.

Yer açma politikası bu piyasa sürecini bozar. Fâiz oranı frenini tesirsiz kılar, ve kaynakları teknolojik ilerlemeden kaynaklı bütün kazançların münhasıran *gelecek* tüketim şeklinde realize edilmesine neden olacak bir yönde, şayet piyasa güçleri yoluna çıkmazsa, tahsis eder. Fakat tüketilebilir çıktının ima edilen zamanlar arası kalıbı halkın zamanlar arası tüketim tercihleri ile çatışmaktadır. Bu, geçiş dönemi esnasında tüketici mallarına harcanan gelirlerin Federal Rezerv’in gayretlerini karışıklık içine iteceği anlamına gelir. Bunu, onun yer açma politikasının aşırı yer açmayı gerçekleştirdiğini açığa çıkararak yapar.

Her ne kadar, teknoloji kaynaklı büyüme yer açmak için kimi politik teşvikler olabilir ise de, bu politika uzun süre önce gözden düşmüş gerçek harcamalar (real-bills) doktrini ile daha doğrudan bağlantılıdır. Federal Rezerv’in kuruluş dökümanları sağlam kredilendirmeyi kendi kendisini geri ödeyen ödünçlerle özdeşleştirir. Bu sağlam ödünçler üretimi, dağıtımını, ve perakende faaliyetlerini finanse eder, ve bunun sonucunda, bu ödünçlerin geri ödeneşi için gelirleri üretir. Kendi kendisini geri ödeyen ödünçler tüketici kredileri ile, veya daha önemlisi, spekülâtif amaçlar için verilen krediler ile karışıklık oluşturur. 20. Yüzyıl’ın ilk dönemlerinde geniş kabul gören gerçek harcama-

lar doktrini bu kredilerin verildiği fâiz oranı hakkında herhangi bir kılavuzluğu içermez. Söylendiği üzere, yer açıcı, kendi kendini geri ödeyen krediler tipik olarak yer açma için algılanan ihtiyaçtan, yani teknolojik ilerlemeden önce geçerli olan fâiz oranı üzerinden açılır. Fakat zaten gösterilmiş olduğu gibi, bu oran gereğinden daha düşüktür. Bu oran, insanların teknolojik ilerlemeden kaynaklı bütün kazancı gelecek tüketim şeklinde kullanma tercihinde bulunduğu, aşırı bir koşulda tam olarak ve ancak doğrudur. Geleneksel fiyat teorisinde bir “köşe çözümü” (corner solution) olarak adlandırılan bu koşul belirgin bir şekilde imkânsızdır. Elbette, şimdiki tüketimde bir artışı yansıtan, daha yüksek bir fâiz oranında, kendi kendisini geri ödeyen krediler (ve bu bağlamda, diğer krediler) için talebe piyasanın kendisi tarafından yer açılacaktır. Federal Rezerv’in yalnızca fâiz oranının yeni piyasa dengeleyici seviyesine yükselişine izin vermesi gerekir.

Avusturyacı iktisadî dalgalanmalar teorisinin tarihsel bakımdan en önemli uygulamaları “büyümeyi teşvik etmekten” daha çok “büyümeye yer açmak” vakalarıdır. 20. Yüzyıl’ın ikinci on yılı bir teknolojik ilerleme dönemi idi. Bu dönem otomobillerin kitlesel üretimi, ve elektriğin yaygın kullanıma geçmesi ile birlikte, ev eşyaları ve işlenmiş gıdanın kapsamlı pazarlanışını ihtiva etmiştir. 20. Yüzyıl’ın son on yılı ise benzer şekilde teknolojik ilerleme ile hüküm altına alınmıştı –bu sefer internet ve dijital devrimin diğer veçhelerini ihtiva eden bir ekonomi. Bu iki dönemin her biri esnasındaki politika tarafından bulaştırılan fâiz oranları tarihsel standartlara göre mecburen düşük değildi, fakat büyümeye yer açma politikasının yokluğunda ortaya çıkacak olan orana kıyasla düşüktü. Avusturyacı teori bu iki dönemde de politika kaynaklı yapay bir büyümenin hakikî, teknoloji kaynaklı bir büyümenin üstünden silindir gibi geçtiğini öne sürer. Ancak, fâiz oranının yükselmesine izin verilmediğinden, yani fâiz oranı freni gerçek harcamalar doktrinine bağlılık ile engellendiği için, ekonomi sürdürülemeyecek olan bir büyüme patikasına yönlendirildi. Bu yüzden, bu büyüme dönemleri kaçınılmaz bir şekilde sert çöküşler tarafından takip edildi.

Büyümeyi teşvik ile büyümeye yer açma arasında yakın ve aşikâr bir akrabalık vardır. Her iki senaryoda da, Federal Rezerv tarafından savunulan fâiz oranı ile doğal fâiz oranı arasında bir yol ayrımı vardır. Bir vakıda, politika tarafından piyasaya bulaştırılan oran doğal oranın altına itilir; Diğerinde ise, doğal oran politika tarafından bulaştırılan oranın üstüne yükselir. Bu iki senaryo ayrıca âşina olduğumuz üretim imkânları eğrisinin yardımı ile de bir diğerinden ayrıştırılabilir. Bu eğri, ekonominin kaynakları ve teknoloji durumu verili iken, tüketim ve yatırımın farklı kombinasyonlarını temsil eder. Piyasa güçleri ekonomiyi üretim imkânları eğrisi üzerinde halkın zamanlar

arası tercihleri ile tutarlı olan bir noktada tutar. Bu muhakeme ekonominin Keynesyen öncesi –ve özellikle de Avusturyacı– tasavvurunu yansıtır. Piyasaca belirlenen fâiz oranı şimdiki tüketim ile gelecek tüketim arasındaki bir dengeyi tutturur. Büyümeyi teşvik etme politikası ekonomiyi tercih edilen yatırım/tasarruf değiş tokuşundan uzaklaştıran, ve daha az tüketim ile daha çok yatırımı gerektiren bir noktaya doğru sürükleyen kötü talihli bir teşebbüstür. Büyümeye yer açma politikası da benzer bir şekilde kötü talihlidir, ama teknolojik ilerleme üretim imkânları eğrisini yukarıya doğru ittiği zaman böyledir. Doğal fâiz oranında geçici bir artışı gerektiren normal piyasa güçleri ekonomiyi yukarıya doğru kayan eğrinin üstünde bir noktaya taşır. Bu nokta daha çok tüketimi ve daha çok yatırımı temsil eder. Değişmemiş kalan bir fâiz oranında büyümeye yer açma politikası ekonomiyi yukarıya doğru kayan eğri üstünde yatırım eksenine paralel bir noktaya taşıma amaçlı kötü talihli bir teşebbüstür. Bu nokta ekonominin teknolojideki ilerlemeye intibakı esnasında artan tüketime müsaade etmeyen bir noktadır.

Kısacası, doğal fâiz oranı yapay büyüme ve şiddetli çöküşlerden kaçınan orandır. Verili kaynaklar ve teknoloji ile, ekonomiyi sürdürülebilir bir büyüme patikasında tutan orandır. Artan kaynaklar veya ilerleyen teknoloji ile, yeni büyüme patikasına intibakı yöneten orandır.

## Nötr Fâiz Oranı

Avusturyacı teorisinin bakış açısından, fâiz oranı politikasının modern tartışmalarına dair dikkate değer olan şey, zamanlar arası tercihler ve bu tercihler sonucu oluşan tüketim ve yatırım arası değiş tokuştan herhangi bir bahsin topyekûn yokluğudur. Fakat, zamanlar arası kaynak tahsisine dair ilgi eksikliği anaakım makroiktisadın geçen birkaç on yıl boyunca gelişimi ile tutarlıdır. Keynes tüketim ve yatırım harcaması arasında öncelikli bir ayrım yaptı. Bu ayrımı, büyük ölçüde psikolojik güçler (“hayvanî duygular”) tarafından yönlendirilen yatırımın büyüklüğünün temel itibarıyla istikrarsız olmasına karşın, tüketim büyüklüğünün gelirin istikrarlı bir fonksiyonu olduğunu iddia ederek yaptı. Bu tüketim–yatırım ayrımı ve bu ayrımın gerekçesi Keynesyen devrim için merkezi önemdeydi. Monetarist karşıdevrim yatırım kararlarını renklendirebilecek psikolojik faktörlerin önemini güçlü bir şekilde küçümsedi, ve fiilen tüketim–yatırım değiş tokuşunun kendisine gözünü tamamen kapattı. Bu iki büyüklük özet olarak “çıktı” diye ifade edilen ve mübadele denkleminde  $Q$  ile temsil edilen kapsayıcı bir büyüklükte birleştirildi. Bu asırlık denklem,  $MV=PQ$  zaman boyutunda heterojen olan bir  $Q$  için yer bırakmaz. Bunun yerine, dikkati toplam harcamadaki ( $PQ$ ) değişimlere ve bu değişimlerin fiyat sevi-

yesi değişimleri ( $\Delta P$ ) ve reel üretim ( $\Delta Q$ ) seviyesindeki değişimler arasındaki bölümlenişine yönlendirir. Bu bağlamda (ve diğer pek çok bağlamda), temsili bir karar biriminin tek mallı bir ekonomide faaliyette bulunduğu, daha yakın tarihli yeni klâsik modeller monetarizme güçlü bir aile benzerliği taşır.

Reel üretime yönelik odaklanma bu üretimin tüketim malları ve yatırım malları arasındaki ayrımını karanlık bölgede bırakır. Daha da derin bir şekilde, karanlıkta bırakılan şey, üretimin zamanlar arasında belirlenmiş olan bir yapısının Avusturyacı inşasıdır. Doğal fâiz oranının kendisine dayalı olarak doğduğu temelin bizzat kendisi, modern yüksek seviyede toplamlara dayalı makroekonomik teori kurulumunda bütünüyle nâmevcuttur.

P ve Q'ya dayalı olarak teori kurulumundan enflasyon ve işsizliğe dayalı teori kurulumuna (ve politika formülasyonuna) geçiş yalnızca kısa bir adımdır. Anlamli değerlendirme noktasını "sıfır enflasyon" ve "tam istihdam" olarak kabul etmek, ekonomideki aşığı yönlü ve yukarı yönlü talep baskıları arasındaki kritik bir ayrımı öne sürer. Toplam talep aşırı güçlü olduğunda, gösterge PQ'ya karşı yükseltici baskı fiyat ve ücretlerin yükselmesine neden olur, çıktı seviyesi tam istihdamın arz yönlü kısıtı tarafından sınırlanmıştır. Toplam talep aşırı zayıf ise, gösterge PQ'dan aşığı yönlü çekiş üretim ve istihdam seviyelerinin düşmesine neden olur, fiyatlar ve ücretler aşığı yönlü harekete "yapışkan" olduğu hâlde. (P ve Q'daki hareketlerin bu kalıbı Keynesyen teori kurulumunun karakteristiği olan sözüm ona L şeklindeki toplam arz eğrisini vurgulayan şeydir.)

Eğer toplam yükselme ve azalma katı bir "şu ya da bu" önermesi ise, bu tür teori inşasının politika implikasyonları net olacaktır: Şayet Q, anormal seviyedeki bir yüksek işsizlik oranınca kanıtlandığı gibi, azalmakta ise, şu hâlde toplam harcama (MV) (federal fonlar oranı düşürülmek suretiyle) güçlendirilmelidir. Eğer P yükseliyorsa, şu hâlde (federal fonlar oranı yükseltilmek suretiyle) toplam harcama zayıflatılmalıdır. Fiilen, elbette ki, işsizlik ve enflasyon iki sorunu Federal Rezerv'in politika yapım komitesinin dikkati için bir diğeriyle rekabet eder. Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) düşen fâiz oranları ile yükselen fâiz oranları arasında bir dengeyi tutturmak zorundadır. Eğer bir sorunun diğerinden daha ciddi veya daha baskın olduğu değerlendirilir ise, Komite federal fonlar hedef oranını düşürebilir veya yükseltebilir. Zamanla, FOMC'un enflasyona ve işsizliğe karşı savaş gayretleri federal fonlar oranındaki değişimlerin bir ardılığını doğurur.

Greenspan'ın ilk yılları (1987–1993) süresince federal fonlar oranının fiilen izlediği yol Stanford Üniversitesi'nden John B. Taylor (1993) tarafından takdim edilen basit bir denklem ile tasvir edilmiştir.

$$r = p+0,5q+0,5(p-2)+2$$

$r$  hedeflenen federal fonlar oranıdır,  $p$  önceki yıla ait enflasyon oranıdır, ve  $q$  fiilî üretimin tam istihdam üretiminden sapış yüzdesidir. Taylor'un kendisi denklemini üretimin ( $q$ ) yerine geliri ( $y$ ) kullanarak yazar, fakat  $y$ 'yi reel GSYİH tabirince tanımlar. Fiilen,  $y$   $q$ 'nun bir ölçümüdür. Bu basit denklem daha da basit şekilde şöyle yazılabilir:

$$r = 1,5p+0,5q+1$$

fakat orijinal ifade daha çok sezgisel cazibeye sahiptir. Denklem Federal Rezerv'in zımnî hedefinin "tam istihdam" ve "% 2 enflasyon" olduğunu ileri sürer. Eğer  $q=0$  ise (yani, tam istihdamdan sapış yoksa) ve  $p=% 2$  ise, şu hâlde  $r$ 'nin % 4'e eşit olacağına dikkat ediniz. Bu ise, hedeflenen federal fonlar oranının (% 2 olan) enflasyon oranının yüzde 2 puan daha üstünde olmasıdır. 0,5'lik iki katsayı işsizlik ve enflasyon sorunlarına genel itibariyle eşit önem verir. Elbette, belirli durumlarda, bu sorunlardan birisi diğerinden daha şiddetli olabilir  $-p$  ve  $q$ 'nun fiilî değerlerince işaret edilebileceği gibi. Böylece, hedeflenen federal fonlar oranı, yüksek ve negatif bir  $q$ 'nun varlığında düşüktür; Yüksek bir  $p$ 'nin varlığında ise yüksektir.

Federal Rezerv'in (işsizlik ve enflasyona karşı) iyicil savaş açması için gerekli keyfî takdir Milton Friedman tarafından savunulan bir Parasal Kural'ın benimsenmesi ile tezat oluşturur. Bu kurala göre, Federal Rezerv para arzını ekonominin % 2-3'lük uzun vadeli büyüme oranına yaklaşan yavaş ve istikrarlı bir oranda yıl boyunca artırılmalıdır. Friedman'ın muhakermesine göre, Parasal Kural'dan sapışların iyilik yapmaktan çok zarar vermesi daha muhtemeldir. Fakat Federal Rezerv politikasının modern tartışması öne sürer ki, uygun federal fonlar oranı her bir FOMC toplantısında işsizlikle savaş ve enflasyonla savaş arasındaki doğru dengeyi tutturana bir orandır. Şayet, başarılı bir savaştan sonra, Federal Rezerv'in hedefleri fiilen gerçekleştirilmiş ise, şu hâlde (örnek hesaplamamızdaki % 4'lük) nötr oran ekonomiyi ne enflasyon ne de işsizlikle tehdit eden bir orandır.

Wicksell tarafından tanımlanan ve Avusturyacı ekonomistlerce benimsenen doğal oran gibi, nötr oran da tüketim ve yatırım kombinasyonlarını resmeden bir üretim olanakları eğrisinin yardımı ile tasvir edilebilir. Nötr oran örneğinde, öncelikli kaygı, eğri boyunca hareketler veya bir eğriden diğerine doğru ayarlamalar hakkında değildir. Daha ziyade, kaygı verili bir eğri üstünde fiilen kalmaktır. İlgili  $Q$ 'ya yöneliktir, onun tüketilebilir çıktı ile yatırım arasındaki bölümlenişine değil. Ekonomi, eğrinin altındaki bir sahada dinlenmek üzere, durgunluk veya buhrana doğru kayabilir. Ya da kendisini,

(nominal) harcamadaki hareketler ile, enflasyonist bir döngüye yönlendirebilir. Bu tarz iç ve dışa doğru salınım eğilimli bir ekonomi hemen hemen eğriye ortogonal olan hareketler sergiler. Federal Rezerv politikasının amacı eğriden uzağa herhangi bir ters hareketi engellemek ve sonra, nötr bir federal fonlar oranını sürdürerek, bu tür herhangi bir hareketi kısıt altına almaktır.

Federal fonlar oranını enflasyon ve işsizlikle bağlantılandıran denklem çabuk bir şekilde Taylor Kuralı diye bilinir hâle geldi. Ancak bu Friedman'ın Parasal Kural'ı ile aynı anlamdaki bir kural mıdır gerçekten? Daha genel olarak, Taylor Kuralı tasvir edici, ön görücü, veya tavsiye edici olmalı mıdır? Bu soruya kısa cevap –ve çok sayıda politika tartışmasının zımnen altını çizen cevap: Her üçü de geçerlidir. Orijinal 1993 Taylor makalesi bu görüş için temeli sunar. Taylor'a göre (1993, s. 197; vurgu bana aittir), onun “hipotetik ama temsili politika kuralı... geçen dönemin Fed politikasını şaşırtıcı bir şekilde doğru surette *tasvir eder*” (vurgu eklenmiştir). Taylor fiilî federal fonlar oranını (1993'te bitmek üzere) 6 yıl boyunca takip eder ve zaman profilini grafik üzerinde Taylor Kuralı ile karşılaştırır. İki profil arasındaki farklılık şaşırtıcı şekilde çok azdır. Yakın uyum öne sürer ki, enflasyon ve işsizlik hakkındaki-lerin ötesindeki değerlendirmeler ufak bir öneme sahiptir. Taylor fiilî FOMC politikasının Taylor Kuralı politikasından yegâne önemli sapışından bahseder. Bu sapış borsanın çöktüğü ve Federal Rezerv'in federal fonlar oranını yüksek likidite talebini karşılamak üzere düşürdüğü 1987 dönemidir.

Böylece, çöküşler ve müteakip yüksek likidite talepleri bir yana koyulduğunda, Taylor Kuralı Federal Rezerv politikasını tahmin etmek için işe yarar bir temel gibi görünür. Fakat Kural, Friedman'ın Parasal Kuralı'nın niyetlendiği gibi, aynı zamanda tavsiye edici kılınabilir mi? İşte bu noktada, filozofları yüzyıllar boyunca zorlayan bir sorunu, Humecu var olan–olması gereken arası farkı kapatacak bir köprüye ihtiyaç duyarız. Fakat Taylor görevden kaçmaz. İlgili pasaj bütünü itibariyle iktibas edilmeyi hak eder. Kural'da iyileştirmelere yol açan bir öğrenme eğrisinin olacağını kabul ettikten sonra, tasvirin nasıl olup da tavsiyeye dönüşebileceğini öne sürer.

Şayet politika kuralı geçen yıllardaki fiilî Federal Rezerv davranışını tasvire çok yaklaşırsa, ve FOMC üyeleri bu performansın iyi olduğuna ve gelecekte farklı bir koşullar seti altında dahi tekrarlanması gerektiğine inanırlarsa, şu hâlde bir politika kuralı gelecek tartışmalar için bir kılavuzluk sağlayabilir. Bu, FOMC üyeleri değiştiği zaman bilhassa önemli olabilir. Böyle bir politika kuralı gelecek FOMC'lar için bir kılavuz hâline gelebilir (Taylor 1993, ss. 208–09).

Bu mantıkla, orijinal Taylor Kuralı Federal Rezerv politikasının bir “dene-yerek öğrenme” yaklaşımı için bir başlangıç noktası olur. Ve söylendiği gibi, 1987'deki gibi, ara sıra gerçekleşen çöküşler Kural'ın kendisinin önemli kusurları olabileceğinin kanıtı olmaktansa anormal sapışlar olarak değerlendirilir.

## Friedman ve Taylor'a Bakış

Monetarizmin zirve günlerinde bile federal fonlar oranı bir hayli hareketliydi. Ancak oran bu yıllarda, yaklaşık olarak 1979–1982 arasında, banka rezervlerinin hacmine yönelik dikkat ile, ve rezervler ile nakit para hacminin bir adım ötesine, en temel parasal büyüklük M1'e bakarak değişiyordu. Asıl hedef, tipik surette M1'de % 5–9 arası bir yıllık değişim olarak, para artış oranı idi. 1970'lerin son yıllarının çift haneli enflasyonu üzerine, federal fonlar oranı, M1'i hedef büyüme yolunda tutma gayretiyle, % 10 ile yaklaşık % 20 arasında değişim gösterdi. Bu gayret yine de kahramanca olmaktan uzaktı. Federal Rezerv hiçbir zaman fiilen Friedman'ın Parasal Kuralı'nı benimsemiş ve bu kurala itaat etmedi. Bunun yerine, periyodik surette, bir oranlar aralığı olarak yeni bir para büyüme hedefi duyurdu, ve sonra sürekli bir şekilde bu aralığı üst sınırını aşmak suretiyle ıskaladı.

Federal Rezerv'in para büyüme oranını tutturma başarısızlığı ve, para ve getirili varlıklar arasındaki farklılığı bulanıklaştıran regülasyon çevresindeki önemli değişikliklerle birlikte, monetarist deney sona erdi. Net olarak tanımlanmış bir para arzı olmadığından, para arzı büyüme hedeflemesi fâiz oranı hedeflemesi lehine terk edildi. Fakat Parasal Kural'a bir karşılık olarak hizmet gören, hilesiz (*bona fide*) bir Faiz Oranı Kuralı yoktu. Politika toplantılarındaki tartışmalar güncel işsizlik istatistikleri ve muhtelif fiyat endeksleri ile bilgilendiriliyordu. Ancak, politika değişiklikleri gelecekte hüküm sürmesi beklenen piyasa koşullarına dayalı olarak yapılmak zorundaydı. Uygulamada, FOMC veri ve kurallardan ziyade, endişe ve korkularla meşgul oluyordu.

Gayet iyi bilinir ki, eğer FOMC aşırı düşük olan bir federal fonlar hedefi seçerse, enflasyon hakkında kaygılar var olacaktır; Ve eğer aşırı yüksek olan bir hedef seçerse, işsizlik hakkında kaygılar var olacaktır. Amaç, bu durumda, endişeleri bir dengeleme gayesi olacaktır. Federal Rezerv eşit kaygılı federal fonlar oranını bulmak zorundadır. Nötr oranın ifade ede geldiği şey işte budur.

Lâkin şimdi kimin endişeleri önem arz edecektir? Finansal piyasalardan yayılan endişeler mi? Finansal piyasalardaki işlemciler fâiz oranlarının aşırı düşük veya aşırı yüksek olmasından endişe duyabilirler –fakat esas olarak Federal Rezerv'in gelecek eylemleri hakkında implikasyonlardan ötürü Fed oranları yükseltecek midir? Ya da daha düşük mü belirleyecektir? Nötr federal fonlar oranı, bu durumda, finansal piyasaların federal fonlar oranının şu ya da bu yönde değişmesinden ötürü net bir endişeye sahip olmamasına neden olan orandır. Fakat, eğer Federal Rezerv politikasının temelini oluşturan dengeleyici eylem *bu* ise, şu hâlde, hem Fed ve hem de finansal piya-

salar bir aynalar evinde yaşamaktadır, ödünç piyasasının her bir tarafındaki eylemler diğer taraftaki eylemlere dair beklentilerce yönlendirilir. Federal Rezerv'in politika yapımı ve finansal dünyanın Fed'i takip edişi, Keynes'in güzellik yarışmasının dinamiklerine benzer. Bu güzellik yarışmasında amaç kazanan yarışmacıyı başkalarının muhtemelen gerçek güzellik olarak göreceği şeye dayalı olarak seçmektir. Modern zamanların nötr oranı ancak bu anlamda gerçekten nötr orandır: Bu oran fikirlere dair fikirler olarak açığa çıkar ve, aksi hâlde olacağı şekilde, ekonomik gerçekliğe bağlı değildir.

Taylor Kuralı, Federal Rezerv nötraliteye doğru ilerlemeye çalıştıkça, federal fonlar oranının zamansal kalıbını hakkıyla tasvir edebilir. Fakat geçmişin bu tasvirini gelecek için tavsiye olarak kabul etmek merkez bankacılığı sanatını bir bilime dönüştürmez. Görünüşte nötr olan bir oranın devamlı olarak böyle kalacağına inanmak teori ve tecrübeden ziyade inanca dayalı olmaktır.

### Avusturyacı Bir Perspektif

Nötr oranı doğal oranla uyumlu bir çizgiye çekmeye neden olan bilinen herhangi bir piyasa mekanizması var mıdır? Yani, enflasyon ve işsizliğe dair yarım yamalak endişelerin sürdürülebilir büyüme ile tutarlı olan fâiz oranlarına bir şekilde dönüşebileceğine inanmak için bir neden var mıdır? Veya nötr oranın (eşit kaygı oranının), (sürdürülebilir büyüme ile tutarlı olan) doğal oranın altında kalması hayli olası mıdır? Federal Rezerv, özellikle Greenspan dönemi esnasında, sürdürülebilir büyüme hakkında sıklıkla kaygı dile getirmiş olsa da, bu sonucu garanti eden veya hatta piyasaları bu doğrultuda dürten bir fâiz oranı kuralı yoktu. Taylor Kuralı enflasyon ve işsizlik değiş tokuşuna göre biçilip dikilmiştir. Sadece P ve Q ile ilgilenir, Q'nun (çıktının) C (tüketim) ve I (yatırım) arasındaki ayırım ile ilgilenmez.

Kanıt şunu gösterir ki, nötr oranın doğal oran olması muhtemel değildir, ve bu yüzden, eşit kaygı oranı kendisi üstünde kaygılanılması gereken bir şeydir. Finansal piyasalar ne bir oran tırmanışı ne de bir oran indirimi beklemediğinde bile, ekonomi sürdürülemez bir oranla büyüyor olabilir. Gürbüz büyüme ile finansal balonlar arasında ayırım yapmanın yerinde bir yolu yoktur. Bob Woodward (2000, s. 217) bu hususu 1990'ların büyümesi ile bağlantılı olarak öne sürer. "Siz tam da onun içindeyken, bir balonun içinde olduğumuzu belirlemenin hiçbir mantıklı yolu yoktur. Balon ancak patladıktan sonra algılanmıştır." Taylor Kuralı'na inanca dayalı "karanlıkta ısıklık çalan" karakterine bağlılığı veren şey, nötr ve doğal oran arasındaki bu yol ayırımıdır.

Son olarak, büyümeyi teşvik etmek ile büyümeye yer açmak arasında yapılan başlangıçtaki ayırım, Taylor Kuralı'nın anlamlılığına daha ileri şüpheler düşürür. Federal Rezerv kurulduğundan bu yana, en dikkate değer genişlemelerin ikisi büyümeye yer açma ve bu yüzden çok az veya sıfır enflasyon dönemleriydi. Hem 1920'lerde hem de 1990'larda, teknolojik gelişmeler ve bunun ima ettiği verimlilik artışı, aksi durumda Federal Rezerv'in fâiz oranı ve bu yüzden para arzı politikalarının bir sonucu olarak gerçekleşecek olan genel fiyat enflasyonunu büyük ölçüde dengeledi. Taylor'un  $p$ 'si kontrol altında tutulmuştu, ve  $q$ 'su bekleyen bir sorun işareti vermemişti. Bir eşit endişe oranı şeklindeki fâiz oranı nötralitesi kolayca sürdürüldü –hem de yukarı veya aşağı yönlü harekete dair çok az kaygı ile ya da hiç kaygı duyulmaksızın. Fakat, unsurlarına ayrılmış  $Q$ 'su ile Avusturyacı teori gösterir ki, (çürük reel harcamalar doktrinince dikte edildiği şekliyle büyümeye yer açışın) işte bu koşullarında, fâiz oranları doğal oran ile çatışma hâlinindedir. Üretim sürecinin aşırı geleceğe dönük oryantasyonu sürdürülebilir büyüme ile tutarsızdır.

Avusturyacı teori bir nötr oran olarak, Taylor Kuralı yerine tavsiye edilecek bir doğal oran niyetine, herhangi bir Hayek Kuralı'nı önermez. Daha doğrusu, Avusturyacı teori bankacılık işinin merkezileştirilmesinin piyasayı doğal oranı bulma yeteneğinden mahrum bıraktığını öne sürer.

## Kaynaklar

- Böhm-Bawerk, Eugen von. 1889. *Capital and Interest*, Cilt 2. Böhm-Bawerk. *Capital and Interest*, 3 Cilt. [1884, 1889, ve 1909] 1959. South Holland, Ill.: Libertarian Press.
- Cassel, Gustav. 1903. *The Nature and Necessity of Interest*. Londra: Macmillan.
- Hayek, Friedrich A. [1939] 1975. *Profits, Interest, and Investment*. Clifton, N.J.: Augustus M. Kelley.
- . [1933] 1975. *Monetary Theory and the Trade Cycle*. New York: Augustus M. Kelley.
- . 1960. *The Constitution of Liberty*. Chicago: University of Chicago Press.
- Keynes, John Maynard. 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt, Brace.
- Taylor, John B. 1993. "Discretion versus Policy Rules in Practice." Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39: 195–214.
- Wicksell, Knut. [1898] 1962. *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*. Çev. R. Kahn, New York: Augustus M. Kelley.
- Woodward, Bob. 2000. *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*. New York: Simon and Schuster.