

ÖZET

Türkiye Açısından Likidite Tuzağının Tanımlanması ve Çözümlemesi

Bu çalışmada, dünyadaki ağır ekonomik krizle gündeme gelen likidite tuzağı ve Türkiye'ye olan etkileri incelenmektedir. Likidite tuzağı beklentilerle alakalıdır. Ekonomi likidite tuzağına yakalandığında para ve para dışı varlıklar arasındaki ikame süreci ortadan kalkar, yatırım beklentileri kötümserleşir. Likidite tuzağına yakalanmış ekonomiler tasarruf fazlasına ve durgunluğa sahiptirler. Bu ekonomilerde beklentilerin kötümser olduğundan ve reel faizler negatif değerler aldığından para tutmak rasyonel hale gelir. Bugün gelişmiş ekonomiler derin bir deflasyon ve resesyon sürecinde oldukları dikkate alındığında, likidite tuzağının karakteristiklerine sahiptirler. Ancak dışa açık bir dünyada likidite tuzağından bahsedebilmek için gelişmekte olan ülkelere de bakmak gerekmektedir. Gelişmiş ekonomiler tasarruf fazlalarını gelişmekte olan ekonomilerde değerlendirmekten kaçındıklarında likidite tuzağı benzer bir durum gelişmekte olan ülkelerde de ortaya çıkabilmektedir. Dış kaynağa bağımlı ve pozitif reel faiz ödeme gücüne sahip gelişmekte olan ülkeler genel bir deflasyon ve resesyon sürecinde dış kaynaklara ulaşamadıklarından dolayı bir şekilde likidite tuzağına yakalanabilmekteki. Bu makalede likidite tuzağı veya dolaylı likidite tuzağını tanımlanarak bu durumlarda izlenecek para ve maliye politikaları incelenmiştir. Elde edilen sonuç likidite tuzağına yakalanan ekonomilerin sıra dışı para ve maliye politikası izlemesi gerektiğini göstermektedir. Teorik bilginin ışığında da Türkiye ekonomisindeki durgunluk, likidite ve dolaylı likidite tuzağı çerçevesinde tartışılmıştır.

JEL Sınıflaması: E12, E63, E31

Anahtar Kelimeler: Likidite Tuzağı, Beklentiler, Para ve Maliye Politikası

ABSTRACT

Describe Liquidity Trap In Terms of Turkey and Analyses

In this study, the liquidity trap, which is on the agenda with the major economic crisis in the world and its effects on Turkey are studied. The liquidity trap is related to the expectations. When the economy is caught in the liquidity trap, substitution process between money and non-cash assets disappears and investment expectations become pessimistic. Economies caught in the liquidity trap have excess of savings and stagnation. In these economies, as expectations are pessimistic and real interests get negative values, it is rational to have money. As today the developed economy is considered to be in the process of deep deflation and recession, they have the characteristics of the liquidity trap. However, in order to mention the liquidity trap in the world which is open, it is necessary to look at the developing countries. Once developed economies avoid using the excess of savings in developing economies, the liquidity trap can be seen in developing countries. In the deflation and recession process, developing countries which are dependent on the foreign resource and have the power of paying the positive real interest can be indirectly caught in the liquidity tap because of not reaching the foreign resource. In this article, By defining the liquidity trap or indirect liquidity trap, monetary and fiscal policies which will be followed in these cases are studied. The result found shows that economies caught in the liquidity trap should follow the extraordinary monetary and fiscal policies. In the light of theoretical knowledge, the stagnation in Turkish economy is discussed in terms of liquidity trap and indirect liquidity trap.

JEL Classification: E12, E63, E31

Keywords: : Liquidity Trap, Expectations, Monetary and Fiscal Policies

Türkiye Açısından Likidite Tuzağının Tanımlanması ve Çözümlemesi



Doç Dr. Cem Mehmet Baydur*

Doç.Dr. Bora Süslü**



İRİŞ

ABD’de de yüksek kaldıraçlı firmaların iflasları ile başlayan, zamanla finansal krize dönüşen ekonomik durum, Walrasçı anlamda piyasaların birbiri ile bağlantılı olmasından dolayı, reel sektöre sıçramış ve derin deflasyon ve resesyon sürecinin yaşanmasına neden olmuştur. Krizle beraber tüm dünyada ekonomi politikasının önceliği değişmiştir. Temelde fiyat istikrarını hedefleyen ekonomi otoriteleri işsizliği azaltacak, büyümedeki düşüşü durduracak politikalara yönelmiştir. Düşen gayrimenkul

fiyatları, bozulan bilânçolar, daralan krediler, artan güvensizlik ve kısılan harcamalar reel sektörde ciddi daralmalara yol açmış, işsizlik hızla bütün dünya ekonomilerinde artmıştır. Ciddi bir deflasyonist eğilim karşısında birçok gelişmiş ülke 1929 bunalımından çıkarılan derslerin de etkisiyle enflasyonla mücadeleyi ikinci plana atarak, alışılmışın çok üzerinde genişleyici para ve maliye politikası uygulamaya başlamıştır. Deflasyonist bir ortamda para ve maliye politikası uygulamalarının etkinliği “Likidite Tuzağı” üzerinde ciddi teorik ve ampirik tartışmaların canlanmasına neden olmuştur.

Dünyayı hem finansal, hem de reel olarak etkileyen kriz karşısında para arzının anormal ölçülerde genişletilmesine ve nominal faizlerin neredeyse sıfıra kadar düşürülmesine rağmen, deflasyonun güçlenme-

* Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü
cbaydur@mu.edu.tr

** Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü
sbora@mu.edu.tr

Bu çalışmaya katkılarından dolayı Aylin Çiğdem Köne’ye ve Ummuhan Gökovalı’ya teşekkür ederiz.

sinin nedeni artan belirsizlik ya da beklentilerdeki karamsarlıktır. Likidite tuzağının nedenleri ekonomik olarak gösterilmek istenirse iki unsur öne sürülebilir (Krugman, 2000). Birincisi, beklentilerdeki karamsarlığın para ile diğer varlıklar arasındaki ikame sürecini ortadan kaldırmasıdır. Likidite tuzağı durumunda para politikası nispi fiyatları etkileyemez. İkinci olarak da likidite tuzağının ortaya çıkabilmesi için bir tasarruf fazlasının $S-I > 0$ olması, yani yatırımların ve harcamaların hızla azalması gerekir. Bu birbiri ile bağlantılı iki koşul olduğunda, likidite tuzağından ve para politikasının etkisizliğinden bahsedebiliriz.

Günümüz dünya ekonomisi açısından likidite tuzağına gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından ayrı ayrı bakmak gerekmektedir. Bu doğrultuda çalışmanın iki temel amacı vardır. Ulaşılmak istenen ilk amaç, teorik olarak likidite tuzağını tanımlamaktır. İkinci amaç da gelişmiş ekonomilere bağımlı olan gelişmekte olan ekonomilerde likidite tuzağının etkilerini ortaya koymaktır. Dışa dönük ekonomik entegrasyonunu ileri bir aşamaya getiren, dış kaynak kullanan, yapısal problemleri bulunan Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülke açısından likidite tuzağından bahsedilip edilemeyeceğini incelemek çalışmanın ikinci temel amacıdır.

Likidite tuzağının incelenmesi ile dünyada yoğun bir şekilde başvuru alan para-maliye politikasının kullanım sınırları belirlenecek ve Türkiye için sorgulanacaktır. Bu

radan da IMF ile yeni bir anlaşma yapılmasının gerekliliği incelenecek, IMF'nin getireceği sıkı bütçe, para politikası gibi uygulamaların anlamlı olup olmadığı likidite tuzağı çerçevesinde ortaya konulmaya çalışılacaktır. Bu doğrultuda birinci bölümde geleneksel Keynesyen likidite tuzağı tanıtılacak, ikinci ve üçüncü bölümde modern likidite tuzağı ve politik uygulamalara değinildikten sonra dördüncü bölümde Türkiye ekonomisinin likidite tuzağında olup olmadığı tartışılacaktır.

1. Geleneksel Keynesyen Likidite Tuzağının Tanımlanması

Likidite tuzağını iki şekilde tanımlayabiliriz. Birincisi klasik likidite tuzağı olarak ifade edilebilir. Klasik tanıma göre likidite tuzağı, iktisadi birimlerin para taleplerinin faize karşı duyarlılıkları sonsuz iken para politikasının faizleri etkileme gücünün ortadan kalktığı durumdur. Klasik likidite tuzağı analizi ekonominin mikro temellerinden kopuktur. Klasik anlamda likidite tuzağı faiz düzeyinin sıfır dolayısıyla para ve bononun getirilerinin aynı olduğu, iktisadi birimlerin para ile diğer varlıkları ikame etmekten kaçındıkları durum olarak ele alınmaktadır (Keynes, 1936). Klasik anlamda likidite tuzağı yatay LM eğrisi ile temsil edilmektedir. Yani fiyat beklentileri esnek değildir (Patinin, 1974). Bu durumda genişleyici para politikası faizleri etkilememekte dolayısıyla, nispi fiyatlar değişmediğinden tüketim ve yatırım harcamaları değişmemektedir (Bernanke ve Blinder, 1998).

Likidite tuzağının mikro temeli, Tobin'de (1996) bulunabilir. Tobin, iktisadi birimlerin zamanlararası fayda fonksiyonuna dayanarak para talebini belirlemektedir. Para, diğer varlıklar, faiz, zamanlar arası fayda fonksiyonu ve beklentiler bir arada ele alınarak likidite tuzağı tanımlanabilir. Bu açıdan bakıldığında likidite tuzağı ekonomik birimlerin ekonomideki bütün finansal varlıkların getirilerinin ve beklentilerinin negatif olarak değerlendirdikleri bir durum olarak tanımlanabilir.¹ Faizlerin işlem masrafları hariç sifıra kadar düştüğü bir ekonomik ortamda yani likidite tuzağında, para politikasının temel araçlarından olan açık piyasa işlemleri ile bono ve parayı değiş tokuş etmek mümkün olamaz. Bu durumda harcamak ve yatırım yapmak yerine para tutmak rasyoneldir. Tobin'in dediği gibi likidite tuzağı uzun vadede sermayenin etkinliğinin azaldığı, bununla birlikte merkez bankasının faiz politikasının bunu dengeleyemediği durumdur. Dolayısıyla likidite tuzağına negatif talep şoku olarak da bakılabilir (Buiter ve Panigirtzoglou, 2001; Krugman, 2000).

Ancak fiyatların ve ekonomideki para arzının içselleştiği bir durumda, likidite tuzağının tanımı klasik tanıma benzemeyecektir. Akyüz'ün (1977) de belirttiği üzere "IS-LM; nihai analizde depresyonu, yatırımların (ve tüketim harcamalarının) faize karşı esnekliğinin düşük olması ve likidite tuzağı ile açıklamaktadır. Depresyon IS-LM yaklaşımında üzerinde fazla durulma-

yan talep ve gelir beklemeyle ilgili bir sorundur. Keynes'de dinamik bir sınırlama süreci içinde ortaya çıkan yatırım faiz ilişkisini, bekleme atmosferinin veri olduğu statik bir duruma uygulayarak, esnek olmayan yatırım fonksiyonu şeklinde yorumlamak olanağı yoktur". Dolayısıyla klasik likidite modeli fiyatları dışsal olarak ele almaktadır. Fiyatların dışsal olarak alındığı bir durumda beklentilerle alakalı bir hal olan likidite tuzağı sağlıklı analiz edilemez (Scott, 2002).

2. Modern Likidite Tuzağının Tanımlanması

Klasik modelde, para dışsal olarak kabul edilmektedir. Bu durum beklentilerin modele dahil edilmemesi anlamına gelmektedir. Likidite tuzağı da beklentilerle alakalı olduğundan modern likidite tuzağını tanımlamak için paranın dışsallık probleminden kurtulmak gerekmektedir. Paranın içsel olarak modele girmesi için en basit yol tüketicilerin satın alacakları mal için belli bir ölçüde para tuttuklarını kabul etmektir ki bu paranın fayda fonksiyonuna girmesi demektir. Bu durumda para talebi de zamanlar arası fayda fonksiyonuna göre şekillenecektir. Bu yaklaşım nakit harcama modeli

1 Tanım itibarıyla getiri eğrisi, menkul değerlerin vadeleri ile getirileri arasındaki ilişkiyi yansıtan eğridir. Getiri eğrileri günümüzde yürütülen para politikasının ve ekonomik şokların iktisadi birimlerin beklemeyle ilgili olarak nasıl etkilendiğinin önemli bir göstergesi olarak kullanılmaktadır. Getiri eğrilerini belirleyen kısa dönem beklenen faiz oranlarıdır (Ertuğrul,1994).

olarak adlandırılmaktadır (Blanchard, 1989). Modele göre iktisadi birimler tüketimlerini karşılamak için yanlarında para bulundururlarken, fazla parayla menkul değer satın almaktadırlar². (1) nolu denklem iktisadi birimlerin ne kadar para tutacaklarını ne kadar harcama yapacaklarını gösterirken; (2) nolu denklem zamanlar arası bütçe kısıtını göstermektedir.

$$U = (1/\rho) \sum_t D^t c_t^D \quad (1)$$

$$P_t c_t \leq M_t \quad (2)$$

(1) nolu ve (2) nolu denklem bir araya getirilerek bir kısıtlı optimizasyon problemi tanımlanabilir. Bu optimizasyon probleminin çözümü için türev alınıp gerekli dönüşümler yapılırsa Euler özdeşliğine ulaşılır. Euler özdeşliği göre iktisadi birimler zaman içinde yapacakları tüketim harcamalarının marjinal faydalarının oranını reel faiz düzeyine eşitleyerek faydalarını maksimize ederler (Krugman, 2000). Euler özdeşliği (3) nolu denklemde verilmektedir. Bu özdeşlikten faydalanılarak fiyatlarla faiz arasındaki ilişkiler incelenebilir.

$$(1 + i_t) \left(\frac{P_t}{P_{t+1}} \right) = (1/D) \left(\frac{c_{t+1}}{c_t} \right)^{-\rho} \quad (3)$$

Denklemin sol tarafındaki birinci terim reel faizleri verirken, sağdaki terim de dönemler arası tüketim ikame oranını (zamanlar arası marjinal ikame oranı) vermektedir. (3) nolu denklem faiz ve fiyatları bütçe kısıtlarını yansıtacak şekilde bir araya getir-

mektedir (Obsfeld ve Rogoof, 1996). Burada tüketicilerin zaman tercihleri veri iken fiyatlar da içsel hale gelmektedir. Dolayısıyla (3) nolu denklem yardımıyla modern likidite tuzağı analiz edilebilir. (3) nolu denkleme göre reel faiz sabitken yani tüketicinin zamanlar arası ikame değeri veri iken nominal faiz değişirse fiyatların da değişmesi gerekir. Zamanlar arası ikame oranı veri iken Merkez Bankası nominal faizi artırırsa bu durumda P'nin gelecekteki değerinin artacağı anlamına gelir. Bu durumda

Euler özdeşliğindeki göreceli fiyatı $\frac{P_t}{P_{t+1}}$ da (P_{t+1} artması ile) düşerek özdeş-

lik yeniden sağlanır. Dolayısıyla Merkez Bankasının izleyeceği faiz politikasının veya para politikasının fiyatlar ve fiyat beklentileri üzerindeki etkileri, Euler özdeşliğindeki bireylerin zamanlar arası ikame değerine bağlıdır ki bu durum para arzının veya beklentilerin içselleşmesinden başka bir şey değildir. İktisadi birimler cari ve gelecekteki tüketimleri ile orantılı para talep edecekler ve bu durumda Merkez Bankası para talebine uyarlanarak para arzını ayarlayacaktır (Champ and Freeman, 2006). Bir başka açıdan Euler özdeşliği talep fonksiyonu olarak da nitelendirilebilir. Faizlerdeki artış beklenen fiyatları arttırdığından, cari göreceli fiyatları düşürmekte ve tüketimi-

² Nakit Harcama Modeli işlem amacıyla talep edilen paranın da faiz oranlarının bir fonksiyonu olduğuna dayanır. Daha detaylı bilgi için bakınız, Bofinger, (2001) ve Blanchard ve Fisher, (1999).

min öncelenmesine neden olmaktadır. Bu açıdan özdeşlik dinamik talep fonksiyonu olarak da yorumlanabilir. Eğer iktisadi birimlerin zamanlar arası ikame oranı veri iken ekonomideki reel faiz düşüyorsa bu durumda (3) nolu denkleme göre P_{t+1} azalması gerekmektedir. P_{t+1} gelecekteki fiyatlar olduğu için aynı zamanda basit modelde fiyat beklentilerini temsil etmektedir. Beklenen fiyatların azaldığı bir ortamda tüketim ve yatırım harcamalarını ertelemek rasyonel olacaktır. Modele göre para politikası içselleştikten, faiz indirimi gibi genişleyici bir politika, gelecekte fiyatların düşeceği ve toplam talep yetersizliğinin artacağı anlamına gelecektir. Bu koşullarda para politikasının toplam talep üzerinde bir etkisi olmayacak veya sınırlı olacaktır; Talebin yetersizleştiği, fiyatların düştüğü ve likidite tuzağına yakalanmış bir ekonominin ihtiyacı enflasyondur. Ancak ekonomi likidite tuzağında olduğu sürece, enflasyonu hızlandıracak bir harcamayı kendiliğinden gerçekleştiremez. Ekonomi enflasyona ihtiyaç duymasına rağmen depresyon üretiyorsa, bu durum hem cari fiyatlar hem de gelecek fiyatlar ile ilgili beklentilerden kaynaklanmaktadır (Krugman, 2008). Reel faizlerin negatif değer aldığı bir ekonomide gelecekteki fiyatlardaki çökme süreci yani deflasyon daha derin olacaktır. Ancak gelişmekte olan ekonomilerde ortaya çıkan likidite tuzağının anlamlı olabilmesi için reel faizlerin negatif olmasının yanında bir şartın daha gerçekleşmesi gerekmektedir.

İkinci şart olarak da uluslararası entegrasyonun yoğun olduğu bir dünyada, gelişmekte olan ülkelerdeki kar imkânlarından likidite tuzağına yakalanmış ekonominin yatırımcıları yararlanmadığı durumda, likidite tuzağının ortaya çıkacağı söylenebilir. Bu açıdan gelişmekte olan ülkeler için dolaylı likidite tuzağını tanımlamak gerekmektedir (McCallum ve Nelson, 2000).

2.1. Dışa Açık Bir Ekonominin Modele Dâhil Edilmesi ve Dolaylı Likidite Tuzağının Tanımlanması

Modern likidite tuzağı genişletilmek istenirse dışa açık bir ekonomide likidite tuzağını geliştirmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından ele almak gerekmektedir. Likidite tuzağına yakalanmış bir ekonomide yatırımlardaki düşme bir tasarruf fazlalığı yaratır. Tasarruf fazlalığı da net sermaye ihracı anlamına gelir. Bu açıdan likidite tuzağına bakıldığında, dışa açık bir ekonomide diğer ülkelerdeki getiri oranlarının pozitif olması, likidite tuzağını ortadan kaldırır. Dolayısıyla dışa açık bir ekonomide likidite tuzağına dış yatırım getirisinin iç yatırımlara olan etkilerini dikkate alarak bakmak gerekmektedir.

Negatif reel faizin olduğu kapalı bir ekonomide, tam istihdamın sağlanmasının tek yolu IS-LM eğrisinin sıfırın altında bir keşimesidir. Ancak bu mümkün değildir. Reel faizin sıfır ve negatif olduğu durumlarda gerekli yatırımlar yapılamadığından tasarruf fazlası çarpan süreci içinde ekonomiyi durgunluğa sokacaktır. Buna karşılık, dışa

açık bir ekonomide sermaye hesabı ile net ihracatın birbirine eşit olduğu dikkate alındığında, fazla tasarruf dışarıda yatırıma dönüşebilir. Dolayısıyla dışa açık bir ekonomide likidite tuzağının ortaya çıkmaması gerekir (Krugman, 2000). Bu noktada sorulması gereken soru dışa açık bir ekonomide likidite tuzağının nasıl ortaya çıktığıdır. Sorunun cevaplanması için dışarıya yatırım yapmanın önündeki değişik engeller ve risklere bakmak gerekmektedir.

Kur riski en önemli risklerden biridir³. Bu anlamda likidite tuzağını daha iyi anlamak için reel kurlardaki değişmeyi daha yakından incelemek gerekmektedir. Denge reel kuru ülkenin yatırım ve tasarruflarını eşitleyen, yani cari işlemler fazlasını sıfırlayan kurdur. Uzun dönemde ülkenin ödemeler dengesini sağlayan bir reel kur değeri e_t olsun.

$$\frac{de^e}{dt} = \lambda(e_t - e) \quad (4)$$

Riski nötr bir yatırımcı için kurdaki değişme ülkeler arası faiz farkına eşit olarak tanımlanabilir.

$$r - r^* = \frac{de^e}{dt} \quad (5)$$

$$e = e_L - (1/\lambda)(r - r^*) \quad (6)$$

(6) nolu denkleme göre net ihracatı belirleyen reel kur ise ülkeler arasındaki reel faiz farkı da reel kuru belirlemektedir. Dolayısıyla net dış yatırım reel faiz farkının

bir fonksiyonudur. Bu açıdan bir ekonomi dışarıya ne kadar entegre olmuşsa, kurlar veya faizlerdeki değişme gerek cari işlemler dengesini gerekse sermaye hareketlerini etkileyecektir. Ancak göreceli olarak dışa açıklık oranı küçük ise o zaman reel faizlerdeki değişme o ölçüde etkili olmayacaktır (Krugman, 2000).

Bir ülke cari olarak yüksek bir tasarrufa sahipse, tasarrufların yatırıma dönüşmesi için sermayenin marjinal ürünün pozitif olması gerekir. Eğer getiri negatif ise yatırımlar iç piyasaya değil, dışarıya yapılır. Yatırımın dışarıya yapılabilmesi için de kurun denge değerine yakın veya denge değerinde olması gerekir. Tasarruf fazlasına sahip ülkeler gelişmekte olan ülkelerde pozitif getiriler elde etse bile reel kur denge değerinden uzak ise uzun vadeli yatırımdan kaçınacaklardır. Bunun nedeni gelişmekte olan ülkelerin müzmin hale gelmiş cari işlemler dengesizliğidir. Cari işlemler dengesinin bozuk olması reel kurun değer kaybederek kar transferini ortadan kaldırma riskini ortaya çıkarır. Dolayısıyla kar transferi esnasında negatif reel getirilerin oluşma ris-

³ Finansal varlıkların getirilerinin uluslararası eşitliği ülkeler arasındaki döviz kurunun eşit olmasına bağlıdır ki, buna "Uluslararası Fisher Etkisi" adı verilir. Bu durumda yatırımcı kararsız bir dengede kalacaktır. Dolayısıyla ülke likidite tuzağında yer alsa bile para politikası etkisini devam ettirebilir. Para politikası ile döviz kurlarında bir değişim ülkenin getiri eğrilerinin nispi olarak pozitif olmasına yol açarak o ülkeye sermaye girişlerine ve dolayısıyla ülkenin resesyondan çıkmasına etki edebilir. Daha detaylı bilgi için Demirağ ve Goodhart (1994)'e bakılabilir.

ki gelişmekte olan ülkeler açısından bir likidite tuzağına benzer bir etki yaratarak yabancı yatırımcıların ülkeye gelmelerine engel olabilir. Bu durum dışa bağımlı veya gelişmekte olan ekonomilerin deflasyona düşmelerine yol açabilir (Roubini, 2008). Direkt olmasa da bu durum “Dolaylı Likidite Tuzağı” olarak adlandırılabilir (Baydur, 2009). Yani doğrudan likidite tuzağı tasarruf fazlasından kaynaklanırken, dolaylı likidite tuzağı artan kur riskinden dolayı yabancı tasarrufların gelişmekte olan ülkelere yönelmemesinden kaynaklanan dış kaynak girişinin ve buna bağlı olarak yatırım harcamalarındaki azalmayı ifade eder.

3. Likidite Tuzağı Altında Uygulanabilecek Politikalar ve Etkinlikleri

3.1- Maliye Politikası

Likidite tuzağı geleceğe dönük kötümser fiyat beklentilerinden kaynaklanmaktadır. Gelecekteki fiyat beklentisini artırmak, likidite tuzağından ve deflasyonist bir ortamdan kurtulmanın en önemli yoludur. Maliye politikasının etkili olması ekonomi otoritelerinin güvenilirliğine bağlıdır. İktisadi birimlerin uzun vadede ekonomi otoritelerinin tekrar anti enflasyonist politikalar güdeceğine olan inancı para ve maliye politikasının etkinliğini kısıtlamaktadır (Svensson, 2005). Tüketiciler sonsuz zaman ufkuна sahipse, sermaye piyasası mevcut ise, rasyonel beklentiler altında vergilerdeki indirim harcamaları arttırmaz. İstihdamın artması için harcamaların artması gerekmektedir

dir ki harcamaların düşük olduğu bir ekonomide çarpan da düşüktür. Ricardian ekonomide çarpan bire eşittir (Baydur, 2005). Kamu harcamaları sonucu gelirdeki artış tüketime eşlik etmeyecek ve gelecekteki vergiler için ayrılacaktır. Dolayısıyla Ricardian bir rejime sahip ekonomide maliye politikası yerine para politikası standart araçlardan uzaklaşarak kullanılmalıdır.

Non Ricardian rejimlerde maliye politikası baskındır. Sistemin enflasyon çıktı ve faiz değerleri rejimin türüne göre farklı politikalar tarafından belirlenir. Non Ricardian rejimde makro değişkenler bütçe tarafından belirlenir. Kamunun çok yoğun borçlu olduğu durumlarda bile genişleyici maliye politikası uygulanabilir. Likidite tuzağı gibi uç koşullarda para politikası maliye politikasının emrine girer. Non Ricardian olsa bile anormal durumlarda maliye politikası makro istikrarı sağlar. Dolayısıyla likidite tuzağı da çok uç bir durum olduğundan kamu harcamalarını arttırmak makro istikrar için doğru bir yol olacaktır (Woodford, 2003).

Bu açıdan genişletici maliye politikasının etkili olabilmesi için iki durum ortaya çıkması gerekmektedir. Birincisi likidite tuzağının kısa dönemli olması gerekir. İkincisi ise para politikasının etkisini beklemek yerine canlandırıcı bir maliye politikası eğer borçlanma ile ilgili şüpheler yaratmıyorsa etkin olacaktır. Bu durum özellikle kısa dönemli finansal krizlerden dolayı bütçeleri bozulan firmaların nefes almasını sağlayacak ve ekonomideki çöküş sürecini azaltacaktır.

Likidite tuzağı olduğunda hükümet harcamalarının sosyal marjinal maliyeti düşüktür, bunun en önemli sebebi ekonomik kaynakları tam istihdama koşacak yeterli özel talebin olmamasıdır. Dolayısıyla kamu harcamalarının likidite tuzağı bölgesinde toplumsal faydayı artıracığını ve tam istihdama yönelik bir durum ile sonuçlanacağını söyleyebiliriz. Ancak kamu harcamaları toplumsal faydayı, kamu harcamalarının marjinal faydası tüketim harcamalarının marjinal faydasına eşitlendiği noktaya kadar artırır (Krugman 2008; Posen, 1998).

Bu anlamda maliye politikalarının amacı nakit talebinin çok güçlü olduğu bir durumda belirsizliği azaltmak ve sermayenin getirisini artırmak ve beklentileri değiştirmek olmalıdır. Kamunun payı ekonomi içerisinde ne kadar küçük olursa çarpan etkisi ile özel sektör yatırımlarını o kadar fazla harekete geçirecektir. Maliye politikasının etkinliği, genişlemeyi finanse edecek tasarruf oranına bağlıdır. Çünkü kısa vadede maliye politikası bütçe açıklarının monetizasyonu anlamına gelmektedir ki, bu uzun vadede pozitif tasarruf oranını gerektirir (Baydur, 2005).

Gelişmekte olan ülkelerin bütçe zafiyetleri, borçluluk yapıları nedeni ile genişleyici bir maliye politikasını uygulayabilmeleri, beklentilerdeki karamsarlıktan dolayı mümkün olmayabilir. Bütçe açıklarının artması, borçların sürdürülemezliği düşüncesi mali genişlemenin etkilerini dengeleyebilir. Genişleyici bir maliye politikası-

nın ekonomi iyileştiğinde sıkı bütçe ile dengeleme inandırıcı olabilirse bir ölçüde başarılı olabilir. Ancak gerçek çözüm, tasarruf fazlası olan ülkelerin harcamalarını arttırıcı politikalar izlemesine bağlıdır. Bu tür politikalar izlenmedikçe kriz sürecinin olumsuz etkileri azaltılsa bile depresyon ve kriz süreçlerinin birbirini izleyeceğini söylemek çok da hayalcilik olmayacaktır.

3.2- Para Politikası

Maliye politikası likidite tuzağında yeterli olmadığı durumda para politikasının desteğine ihtiyaç vardır. Temelde para politikası ve likidite tuzağı arasındaki ilişki çok basitçe bir güvenilirlik taahhüt süreci ile ilgilidir. Likidite tuzağında iktisadi birimler toplam talebi arttırıcı genişleyici bir para politikasının sürdürülebilir olduğuna inanmazlar. İktisadi birimlerin gelecekte de merkez bankasının düşük faiz politikasını sürdüreceğine güvenmemelerinin de haklı sebepleri bulunmaktadır. Para politikasının amacının enflasyon hedeflemesi olduğu günümüz ekonomilerinde parasal genişleme ve enflasyon hedeflemesi birbiri ile çelişir. İktisadi birimler zamanla merkez bankasının fiyat istikrarına döneceğini beklerler. Bu durumda yeni borçlanmaya veya harcamalara gitmezler. Dolayısıyla burada iki problem bulunmaktadır. Birincisi merkez bankası konumunu öyle bir değiştirmelidir ki cari beklentiler de değişsin. Ancak bunun da nasıl yapılacağı çok belli değildir. Çünkü farklı koşullar ve farklı algılamalar arasında beklentilerin değiştirilmesi kolay de-

ğildir. En azından sterilize edilmeyen bir işlem piyasada daha arzulanır olacaktır. Ancak piyasadaki aktörler merkez bankasının güvenilirliği ve enflasyon hedeflerine bağlılığına inanıyorsa, para politikası kullanma imkânı önemli ölçüde daralacaktır. İkinci problem güvenilirlik problemidir. Likidite tuzağı altında temel problem para politikasının nasıl algılandığı ve yapabilme gücüdür. Dolayısıyla depresyonla çatışan enflasyon hedeflemesi gibi tutarsız hale gelen para politikalarından kaçınılması gerekir.

Bu açıdan likidite tuzağı altında merkez bankaları ekonomideki para miktarını arttırmak isterler. Ancak çoğu zaman merkez bankaları parasal tabanı artırır, bunun için parasal büyüklükleri hedefler. Bu hedeflere ulaşırsalar bile iktisadi birimler likidite tuzağında harcama yapmadıklarından banka bilançosunda bir artıştan başka bir sonuç yaratmaz. Para miktarındaki artışın beklentilere bir etkisi yoktur. Çünkü sıfır faiz ile diğer varlıkların fiyatlarını değiştirmek, dolayısıyla getirilerini değiştirmek mümkün olmadığından para politikasının reel değişkenlere de bir etkisi yoktur. Eğer para miktarındaki artış gelecekteki enflasyonu etkileyecek güvenilirliğe sahipse talebi arttırabilir. Bu açıdan farklı araçlara yönelmek gerekmektedir. Bunların başında açık piyasa işlemleri (APİ) ve kur politikaları gelmektedir (Svensson, 2001).

Merkez bankası alışılmış açık piyasa işlemlerinin etkisizliği karşısında uzun dönemli daha güvenli yatırımcıları etkileyecek klasik olmayan yollara başvurabilir. Böyle bir çabanın nedeni, durgunluk ortamında, paranın hem uzun vadeli yerli hem de yabancı varlıklarla ikame edilememesidir. Bu durumda merkez bankaları açık piyasa işlemleriyle uzun vadeli faizleri aşağıya çekerek ekonomiyi harekete geçirmeye çalışır. Para politikasının esas olarak beklentileri etkilemesi gerekmektedir. Meltzer (1999), Coenen ve Wieland (2003), merkez bankası APİ ile doğrudan alım yaparak yatırımların nispi fiyatlarını değiştireceğini vurgulamaktadırlar. Klasik olmayan APİ ile uzun dönem faiz oranı değişeceğinden yatırımcılar tekrar kısa vadeli varlıklara yönelebilirler. Bu kısa vadeli varlıklara yönelecek para da likidite tuzağında tutulan nakittir. Ama bu politika kendiliğinden oluşmaz bizzat maliye politikası gibi ekonomiyi düşük denge durumundan kurtaracak bir durumda uygulanır. Likidite tuzağında para politikası maliye politikasının emrine girer. Bunun yanında merkez bankaları özel sektör kâğıtlarını da satın alabilir, bankalar kamulaştırılabilir veya kamu finansmanı için borç kâğıtları da alabilir. Bu doğrultuda Eggerston ve Woodford (2003) açık piyasa işlemleri ile kısa vadeli kâğıtların değil hazinenin uzun vadeli kâğıtlarının alınıp satılmasını önermektedirler. Aynı şekilde Auerbach and Obstfeld (2005) yaptıkları çalışmada APİ işlemlerini para politikası aracı

olarak değil de maliye politikası aracı olarak kullanılması likidite tuzağından çıkış olarak görmektedirler. Bu ise merkez bankasının kamu kâğıtlarını satın alması veya parasallaştırmasıdır. Bu durum senyoraaj gelirlerinin hükümete aktarılması anlamına gelmekte, olası bütçe açıkları için ikiz bir kaynak haline gelmektedir. Bütün bu çabaların ortak noktası beklentileri değiştirmektir. Likidite tuzağına yakalanmış depresyonda olan bir ekonomide para politikası maliye politikası ile özdeşleşir. Bu açıdan merkez bankasının kamu kâğıtlarını alması, hem hükümet harcamaları için kaynak yaratacak, hem de uzun dönem faizleri değiştirecektir (Eggertsson and Woodford, 2004).

Dış dünya ile bütünleşmiş ve likidite tuzağındaki bir ekonomide faizleri kullanma imkanı giderek daralır hatta nominal faizler sıfıra kadar düşer. Para politikasının istikrar için hedefleyeceği büyüklük dış ticaretle alakalı olabilir. Likidite tuzağında faiz hareketsiz hale geldiğinden reel kur hedeflenebilir. Merkez bankası döviz piyasasına müdahale etse bile daralma döneminde yabancı menkul değer alma çabaları azalır. Ülke içinde yatırımları aşan tasarruf fazlası sıfır faiz oranı ve belirsizlikten dolayı net bir sermaye ihracına dönüşmez, bu durumda da ekonomi likidite tuzağından çıkamaz. Bu durumda merkez bankasının müdahalesinin boyutu açığı kapatıcı şekilde olmalıdır. McCallum (2005)' e göre ise Merkez bankası yatırım tasarruf ve net ihracat ara-

sındaki fark kadar yabancı ülkelerin varlıklarını almalı veya bu doğrultuda döviz piyasasına müdahale etmelidir. Örneğin GSYİH'nın %5 civarında bir tasarruf fazlası olan Japonya'da, merkez bankası bu orandan daha fazla olacak şekilde yabancı varlık satın almıştır. Bu tür müdahale sterilize edilmediğinden büyük bir miktar parasal gevşeme olacaktır⁴.

4. Türkiye ve Dolaylı Likidite Tuzağı

Teorik bilginin ışığında, likidite tuzağı altında, ekonominin depresyonda ve negatif getiri ile tasarruf fazlasının bulunduğu söylenebilir. Müzmin deflasyonist Japonya bir kenara bırakılırsa 2008 yılından itibaren başta ABD daha sonra AB ülkeleri derin bir deflasyon ve resesyon sürecine düşmüşlerdir. Bu süreç içerisinde ülkeler, genişletici para ve maliye politikaları uygulamışlardır. ABD ve AB Genişletici para ve maliye politikası uygularken güvendikleri temel faktör cari ve potansiyel tasarruflarıdır. Tablo 1 ve 2 ye bakıldığında izlenen politikalar açısından Dünya ile Türkiye çok farklı bir görünüm sergilememekte görünse de Türkiye ekonomisinin özgünlüklerini dikkate almadan likidite tuzağı ve Türkiye'deki para ve maliye politikalarının etkinliklerini değerlendirmek mümkün değildir.

⁴ Japon ekonomisinin 1990'lı yıllarda yaşadığı likidite tuzağı için Orphanides (2003), Iwamuro, Kudo ve Watanabe, (2005) ve Svensson (2005)'e bakılabilir

Tablo 1 : Mali Desteklerin GSMH Oranı (%)

	2008	2009
Türkiye	0	0,8
ABD	1,1	2
Almanya	0	1,6
Çin	0,4	3,1
G.Kore	1,1	3,9

Kaynak : TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, 2009

Dünya’da genişletici maliye politikası para politikasının etkisizliği ile beraber devreye girerken Tablo 1 ve 2 de de görüldüğü üzere Türkiye’de ise kısmen genişleyici maliye politikalar izlenirken henüz pa-

rasal tedbirler enflasyondan kopuk değil enflasyon hedeflemesi çerçevesindedir. Bu tür para politikası krizi derinleştirme gücünü bünyesinde taşımaktadır.

Tablo 2 : Likidite Tuzağından Çıkış Önlemleri

	ABD	AB	Japonya	Türkiye
Likidite Sağlama	x	x	x	x
Faiz İndirimleri	x	x	x	x
Mevduat Güvencesi	x	x	x	-
Genişleyici Maliye Politikası	x	x	-	x

Kaynak : TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, 2008

Tablo 3 : Türkiye’de Sermaye Girişi

Milyar Dolar	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Cari İşlemler Dengesi	3,7	-0,6	-7,5	-14,4	-22	-32	-38,2	-41,5	-4,5
Sermaye Hesabı	-14,5	1,1	7,1	17,2	42,6	42,6	48,6	36,8	-4,2
Reel Kur	116,3	125,4	140,6	143,2	171,4	160,1	190,3	168,8	167,2

Kaynak : TCMB

Likidite tuzağı çerçevesinde Türkiye için bir değerlendirilme yapılmak istendiğinde ilk dikkat çeken nokta ekonominin tasarruf yetersizliği veya harcama eğiliminin yüksekliğidir. Türkiye’de temel problem tasarrufların yetersiz oluşudur. Tablo 3’e bakıldığında Türkiye için bir tasarruf fazlasından bahsetmek mümkün değildir. Tablo 4’te görüldüğü üzere Türkiye’de reel faizler yüksektir. Harcama eğiliminin yüksekliği ve yabancı sermayenin artması sonucu 2000’li yıllarda cari işlemler dengesi giderek bozulmuştur. 2004 yılından itibaren cari açık daha fazla sermaye girişi yani dış tasarruf kullanılarak finanse edilmiştir. Ancak ABD ve Avrupa’daki krizle beraber 2008 yılından itibaren dış kaynak çıkışı yaşanmaya başlamış, 2009 yılının ilk yarısında ise cari açık kadar dış kaynak çıkışı yaşanmıştır. Bu kaynak çıkışı ile beraber tablo 4’te görüldüğü üzere büyüme beklentileri önemli ölçüde düşmüştür. 2009 yılı için beklenen büyüme/daralma - %2.6 iken gerçekleşen - %7 olması beklentilerdeki bozulma sürecinin TCMB beklenti anketlerindeki tahminlerinden daha derin olduğunu göstermektedir. İç borçlanma faizleri % 11 civarında hatta 2009 yılı için % 9.5 civarında bir reel faizi garantilese bile Tablo 3’te görüldüğü gibi TL’nin değer kaybı riski yabancı kaynakları/yatırımcıları Türkiye’den uzak tutmaktadır.

Tablo 4’te görüldüğü gibi cari işlemler dengesinin giderek bozulması Türkiye ekonomisinin dışa bağımlılığının yüksek oldu-

ğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Türkiye’deki iktisadi birimlerin yatırım ve tüketim harcama eğilimlerinin yüksekliği, ekonomideki kaynak ihtiyacını arttırmaktadır. Türkiye’de yatırım harcamaları iç tasarruflarla karşılanamadığından dış kaynağa bağımlılık yüksektir. Yatırımlar ekonomideki büyümeyi belirleyen stratejik değişkendir. Türkiye’deki yatırımların önemli kısmı dış kaynakla finanse edildiğinden Türkiye ekonomisi ve büyüme performansı dış kaynak giriş ve çıkışına karşı hassas bir yapıya sahiptir. Yabancıların risk algılamaları 2007 yılından sonra önemli ölçüde değişmiş; risk almaktan kaçınmışlardır. Bu noktada temel risk kur riskidir. 2007 yılında yabancıların devlet tahvillerinden dolar üzerinden elde ettikleri getiri oranı % 40 iken, 2008 yılında bu oran - % 10’lara düşmüştür. Bu durum bugünkü koşullarda yabancı sermayenin Türkiye’ye girmesinin önündeki en büyük engellerden birisidir (Baydur, 2008). Getirinin % 40’lardan - % 10’lara kadar düşmesinin altında yatan neden de reel kurun Türkiye’de denge değerinden uzak olmasıdır. Tablo 3’te görüldüğü üzere 2007 de reel kurun 190’a yükselmesi TL nin değerli olduğunun bir göstergesidir. Nitekim 2008 yılında reel kurun 160’lara kadar gerilemesi kur riskini realize etmiştir. 2009’da ciddi bir resesyona karşı cari işlem açığının devam ettiği dikkate alındığında; reel kurun denge reel kuru olmaktan hala uzak olduğu söylenebilir. Türkiye açısından yatırım ve tasarruf hesapları-

na bakıldığında tasarruf açığı dikkate alındığında reel kurun şu anki değeri, denge değeri değildir⁵. Denge reel kurun ortaya çıkması için TL'nin değer kaybetmesi gerekmektedir. Ancak TL'nin değer kaybetmesini engelleyen birçok unsur yanında izlenen faiz politikası da kuru değerli tutmaktadır.

TCMB'nin uyguladığı sıkı para politikasının sonucu yüksek reel faiz, artan dış kaynak girişi kuru değerlendirmiş cari işlemler dengesini önemli ölçüde bozmuş, bunun karşılığında da yüksek büyüme hızları sağlanabilmiştir. Ancak artan dış kaynak kullanımı firmaların bilançolarını kur riskine karşı duyarlı hale getirmiştir. Dış âlemden başlayan kriz yabancı yatırımcıların risk algılaması/değerlendirmelerini değiştirmiştir. Yüksek ve değerli kur, firmaların bilançolarındaki risk-

ler, dünyadaki durgunluk sürecinden dolayı yabancılar yatırım yapmaktan çekinir bir konuma gelmişlerdir. Tablo 4 ve 6'da da gösterildiği üzere yüksek faizler, kötümserleşen büyüme beklentileri altında gerek yerli gerekse yabancı yatırımcıları karamsar hale getirmiştir. Beklentilerdeki karamsarlık şirketlerin küçülmesine, işçi çıkarmasına, bankaların kredilerini azaltmalarına neden olmuş, son aşamada da tüketim harcamaları keskin bir şekilde düşmüştür. Bu durumda kendi dinamiklerinden değil ama dış dinamiklerden kaynaklanan bir beklenti bozulması ve harcamaların kısılması yaşanmıştır. Bu açıdan Türkiye için dolaylı bir likidite söz konusu olduğu iddia edilebilir.

⁵ Denge reel kuru tanımlanmak istenirse yatırım ve tasarrufları eşitleyen reel kur denge reel kurudur.

Tablo 4 : Türkiye'nin Temel Makro Göstergeleri (Bir Önceki Yıla Göre % Değişim)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Cari İşlemler Dengesi/GSMH	1,9	-0,7	-3,1	-4,8	-6,2	-7,5	-7,6	-6,5	-0,7
Toplam Tasarruf/GSYİH	17,5	18,2	16,8	16,6	17,2	17,3	17,8	18,9	-
Toplam Yatırım/GSYİH	15,6	18,9	19,9	21,4	23,4	24,8	25,4	25,4	-
Büyüme Beklentisi	-7,4	3	4,6	6,2	5,3	4,9	4,9	3,8	-2,6
Büyüme	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,6	4,0	-7,0
Enflasyon	-	-	-	8,58	8,15	9,60	8,74	10,4	4,92
Enflasyon Beklentisi	48,5	33,4	20,2	10,2	6,8	6,6	6,4	7,7	6,7
İç borç faiz oranı	96,2	63	45,0	25,7	16,9	18,8	18,2	19,3	14,6
İç Borçlanma Reel Faiz	54,9	45,6	11,9	9,49	7,96	7,79	7,64	11,22	9,2
Tüketim Harcamalarındaki Yıllık Değişim	-5,4	4,9	9,1	10,1	7,5	4,5	3,8	0,14	-77,8
Makine Harcamalarındaki Yıllık Değişim	19,2	67	-14,8	4,3	30,3	-9,8	9,1	32,2	-89,9

Kaynak : TCMB, Hesaplamalar yazarlar tarafından yapılmıştır.

Tablo 4'e bakıldığında cari işlemler dengesi açığının GSYİH % 1 ini de altına düştüğü, 2009 yılında gerek tüketim gerekse makineye yapılan harcamalar sırasıyla - % 77, - % 89 daraldığı görülmektedir. Makine harcamalarının ciddi daralmasının nedeni de hem dış talepte hem de iç talepte yaşanan ciddi düşüştür. Harcamalardaki sert düşüş Türkiye ekonomisini resesyona sürüklemiş, daha sonra beklentileri kötüleştirerek yatırım ve tüketim harcamalarının azalması çarpan süreci içinde büyüme hızını - %7'le-re kadar düşürmüştür.

Giderek güçleşen yabancı kaynak bulma sürecinin, kredi kanallarını tıkamaya başlaması ile beraber tüketim ve yatırım harcamalarının hızla aşağıya inmesi bir döngü yaratarak büyüme sürecinde de ciddi düşüşler meydana getirmiştir. Bunun yanında dünyadaki karamsar beklentilerle birleşen iç beklentilerdeki kötüleşme de tüketim ve yatırım harcamalarının ötelenmesine neden olmuştur. Türkiye ekonomisinden kaynaklanmasa bile beklentilerin bozulması büyüme hızının negatif değerler alması harcamalarının hızla düşmesi Türkiye ekonomisinin de dolaylı olarak likidite tuzağına düştüğünün bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

Bu doğrultuda IMF ile yapılacak antlaşma için kamuoyu baskısı oluşmaktadır. IMF ile yapılacak antlaşma ile beklentilerin olumluya dönüşeceği ve yabancı yatırımcıların geleceği beklenmektedir. IMF ile antlaşma yapılması iki nedenden dolayı isten-

mektedir. Birincisi, IMF'nin beklentileri düzelterek ekonomiyi dolaylı likidite tuzağından çıkaracağı düşünülmektedir. İkincisi de deflasyonist bir ortam olsa bile Hükümetin izleyeceği genişleyici maliye politikasının önüne geçilmesi gerektiği önyargısıdır. Ancak resesyona düşmüş dünya ekonomisinde gelişmiş ekonomiler için ayrı gelişmekte olan ülkeler için ayrı ayrı IMF politikalarını benimsek ekonomik ve sosyal açıdan doğru değildir. *“Ödünç verme hacim, süreç ve kurallarında yenilikler önermesine ve bunların bazılarını uygulamaya aktarmasına rağmen, IMF'nin gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğu için benimsediği geleneksel yaklaşımın değişmekte olduğunu gösteren işaretler yoktur. IMF'ye göre yüksek dış borçluluk, yüksek risk primleri ve büyük cari açıklarla yüz yüze olan ülkelerde para ve özellikle maliye politikalarında gevşeklikten kaçınmak, işgücü piyasalarında süregelen “katılıkları ortadan kaldırmak önem taşımaktadır. Bu tutum, metropolün finans piyasalarındaki çöküntüyü hafifletmek üzere çevrenin dış borç servisini aksamadan sürdürmesine IMF'nin verdiği önceliği yansıtmaktadır. IMF Kasım 2008 - Mart 2009 döneminde Ukrayna, Macaristan, Pakistan, Letonya, Belarus, Sırbistan ve Romanya ile vardığı stand-by anlaşmalarında esas itibariyle geleneksel çizgisine bağlı kalmıştır. Söz konusu dönemdeki tek istisna, Kasım 2008'deki stand-by anlaşmasıyla açıkça kayırılan İz-*

landa'dır . Krize kırılgan bir ekonomi ile yakalanan Türkiye'ye karşı IMF'nin geleneksel "iç talebi bastırın, maliye politikasını sıkılaştırın, cari açığı azaltın" reçetesinden farklı şeyler önermesi beklenemezdi" (Türel, 2009). Dolayısıyla IMF politikaları ile beraber Türkiye ekonomisinde deflasyon süreci hızlanabilir ve dolaylı likidite tuzağından doğrudan likidite tuzağına geçilebilir. Bu açıdan IMF ile anlaşmak yerine fiyat istikrarına göre dizayn edilmiş maliye ve para politikalarımızı değiştirmek gerekmektedir. Bu noktada teorik bölümde tasvir edilen likidite tuzağı esnasında izlenecek para maliye politikası ile Türkiye'de izlenen para ve maliye politikasını kıyaslamak çalışma açısından faydalı olacaktır.

Likidite tuzağı altında para politikasının etkisizleştiği dikkate alındığında maliye politikası daha da önem kazanmaktadır. Teorik bölümde de belirtildiği üzere likidite tuzağı altında maliye politikasının amacı belirsizliği azaltmak ve sermayenin getirisini artırmak olmalıdır. Dolayısıyla normal dönemlere göre daha genişleyici bir maliye politikası izlenmelidir. Maliye politikasının genişletici olarak uygulanıp uygulanmadığının bir göstergesi Blanchard Mali Etki endeksidir. Bu endeks işsizlik oranının birincil bütçe fazlasının bir önceki dönem bütçe açığından çıkarılması ile bulunur (Blanchard, 1990). Endeks değeri 1,5 üzerinde ise genişletici maliye politikasından bahsedebiliriz (Alesina ve Perotti, 1995). Tablo 5'te 2001 ile 2008 yılları arasında

Türkiye'de mali etki endeksi gösterilmektedir. 2003 ve 2008 seçim yılları haricinde Türkiye'de sıkı bütçe politikasının izlendiği görülmektedir. Tablo 1'de de görüldüğü üzere 2009 yılında sınırlı da olsa önlem paketlerinin açıldığı görülmektedir. Ancak artan bütçe açıkları ve borçlanma geçmiş döneme yönelik hükümet endeksli borç faiz ve enflasyon sarmalı korkusunu yaratarak kamu harcamalarının istenilen boyuta ulaşmasını engellemektedir. Tablo 5'te de görüldüğü üzere sıkı maliye politikası sonucu bütçe açıklarının milli gelire oranı %1.8'le-re kadar düşmüştür. 2009 yılının ilk çeyreğinde ortaya çıkan 10 milyar TL lik açık, geçen yıl boyunca 17 milyar TL'lik açıkla kıyaslandığında maliye politikasının gevşediğinin göstergesi olarak yorumlanabilir. Ancak hükümet harcamalarını borçlanarak finanse ettiğinden genişletici maliye politikası toplam talebi net olarak artırmamaktadır. Ancak Eggerston, Woodford (2003) ve Eggerston (2005)' e bakıldığında, para politikası maliye politikasının bir aracına dönüştüğü takdirde etkinliği artmaktadır. Gelişmiş ülkelerde (başta ABD ve İngiltere) kamu kâğıtları merkez bankaları tarafında satın alınarak uzun dönem faizleri düşürülmüştür. Bu açıdan Türkiye'de böyle bir para politikası ile desteklenmiş maliye politikası uygulamasına gidilmemiştir. Hükümet TCMB'den borçlanmadığı için de uzun dönemli faizleri etkilemesi mümkün olmamaktadır.

Likidite tuzağı altında genişleyici maliye politikası uygulanması bir zorunluluktur. Bu noktada kamu borçları ve bütçe açığının sürdürülüp sürdürülemeyeceği olasılığı gündeme gelebilir. Bu açıdan kamu borçlarının bir kısmı TCMB tarafından satın alınarak kamunun hareket sahası genişletilebilir. Böylece cari dönemdeki kısa vadeli düşük (sıfır) faiz politikası uzun vadeli düşük faiz politikasına dayanır ki, bu kamu borçlanma sürecinin önündeki en büyük engellerden biri olan yüksek faizlerden de kurtulma imkânını Türkiye ekonomisine verecektir. Bu politika ile maliye politikası etkin ve spekülasyon olmayan bir şekilde geleceğe dönük şekilde tasarlanabilir. Eğer ille de bir vergileme yapılacaksa ileriye ve yüksek kazanca sahip kesimler vergilendirilerek bütçedeki bozulma sınırlandırılabilir (Türel, 2009). Veya gelecekteki bu vergiler ile kamu tasarrufları artırılarak hükümetin merkez bankasına borçları ödenebilir. Ancak Türkiye’de böyle bir maliye politikası uygulanmadığı gibi enflasyona odaklı para politikasına devam edilmektedir.

Bu noktada diğer önemli politika unsuru olan para politikasına bakmak gerekmektedir. TCMB kısa vadeli faiz oranlarını enf-

lasyon hedeflemesi altında temel politika aracı olarak kullanılmaktadır. TCMB enflasyon ve beklentilerdeki gelişmeye göre faiz politikasını ayarlamaktadır. Türkiye için geriye dönük olarak örtük ve açık enflasyon hedeflemesi politikası değerlendirildiğinde, bu politikanın enflasyon hedeflerini tutturmada başarılı olmadığı söylenebilir. Ayrıca yüksek faiz ile artan dış sermaye girişi, kurların değerlendirilmesine yol açarak, dış denge-sizliği ve özel sektörün dışa bağımlılığını arttırmıştır. TCMB enflasyon hedeflemesi sürecinde beklentilerdeki olumlu gelişmelere rağmen faizleri daha yavaş düşürmüş, reel faizleri yüksek tutmuştur. İzlenen para politikası Türkiye ekonomisi açısından rekabet gücünü azaltan, histeri etkisi yaratan bir politikadır. Bu para politikası dışa dönük bir kalkınma stratejisi izleyen Asya ülkeleri ile kıyaslandığında daha da anlamsız gözükmektedir. Birçok Asya ülkesi enflasyon hedeflemesi rejimi uygularken temelde reel kuru dikkate alarak, ihracatı güçlendiren bir enflasyon oranını hedeflemektedir. TCMB’nin izlediği katı enflasyon hedeflemesi ve getirdiği yüksek faiz ithalata daha bağımlı, istihdamsız bir büyümeye kaynaklık etmiştir.

Tablo 5 : 2001-2008 Blanchard Mali Etki Endeksi ve Bütçe Açıkları

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
*Mali Baskı Endeksi	1,94	1,8	3,2	1,4	0,6	1,5	0,5	4,1
Bütçe Açığı/GSMH	-16.5	-14.6	-11.3	-7.4	-2.0	-0.8	-4.7	-1,8

*TÜİK’ten alınan veriler yazarlar tarafından hesaplanmıştır

Tablo 6 : 1998–2007 İnterbank Faiz Oranları

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Türkiye	74,6	73,5	56,7	92,0	49,5	36,2	21,4	14,7	15,6	17,2	20,25	15,0
AB	4,0	3,0	4,4	4,3	3,3	2,3	2,1	2,2	3,1	4,3	3,86	-
ABD	5,4	5,0	6,2	3,9	1,7	1,1	1,4	3,2	5,0	5,0	0,25	-

Kaynak : *IFS*

2009 yılında merkez bankası enflasyon hedeflerini tuttursa bile başarılı olduğu söylenemez. Merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarı olsa bile minimum elde edilebilecek bir enflasyon oranı vardır. Minimum enflasyon hedefi doğal işsizlik düzeyine eşittir (Blanchard, 2003, Walsh, 1995). TCMB tarafından enflasyon hedefinin 2009–2011 dönemi için sırasıyla yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 olarak belirlenmesi Türkiye gerçeği ile de uyumlu değildir. Pazarlıoğlu ve Çevik (2007) çalışmalarında, Türkiye için doğal işsizlik oranını %10 olarak bulmuşlardır. Bu oran dikkate alındığında TCMB hala %5 gibi uygun olmayan bir enflasyon oranının hedeflemesi doğru ekonomi politikası değildir⁶. %5 lik enflasyon oranına %10 doğal işsizlik oranını dikkate aldığında ancak cari işsizliğin artması ile ulaşılabilir. Nitekim 2009 yılında Türkiye’de işsizlik %20 lere yükselmiştir.

Bu doğrultuda merkez bankası faiz indirmelerine gitse bile temel amacının hala enflasyonla mücadele olduğunu belirtmektedir (TCMB, 2009). Bu yüzden de faizleri yeterince indirmemesi kriz sürecini derin-

leştirebilir. Nitekim Tablo 6’ya bakıldığında Türkiye dünyada en yüksek interbank borç verme faizine sahip olan ülke durumundadır. Bu durum bankacılık sektöründeki yüksek kredi faizleri ile beraber krizin derinleşmesine neden olmaktadır. Son dönemlerde TCMB faiz politikasını gevşetse bile bütçe açıklarının sürmesi durumunda faizleri yükseltebileceğini artan işsizlik rakamlarına ve resesyona rağmen söyleyebilmektedir (TCMB, 2009). Dolayısıyla resesyon ortamında bile enflasyona odaklanmış bir merkez bankasının faiz indirimlerinin iktisadi birimlerin kötümser beklentilerini düzeltme imkanı yoktur. TCMB para politi-

⁶ Ekonominin likidite tuzağına girmesi ve likidite tuzağındaki sürecin devam etmesi enflasyon beklentileri ile ilgilidir. Çıktı açığı arttıkça enflasyondaki azalma ekonominin deflasyon sürecine girmesi anlamına gelmektedir. Nitekim Türkiye için 1998–2008 yılları arasında aylık veriler kullanılarak yapılan basit regresyon analizinde çıktı açığının % 1 oranında artması enflasyonun % 1.4 azalmasına neden olduğu bulunmuştur. Dolayısıyla çıktı açığındaki artış enflasyondaki düşme artan işsizlikle mümkündür. Bu durumda ekonomide beklentiler kötüleşerek likidite tuzağına girer.

$Enflasyon = 3.27 - 1.4 \text{ büyüme} + 1.4 \text{ açıklık}$ (Parantez içindeki değerler standart hatalar)

(0.008) (0.09)

kasındaki en büyük eksiklik artan kamu açıklarının TCMB tarafından uzun vadeli kamu kağıtları ile finanse edilmemesidir.

Her ne kadar faiz indirimine gitse bile enflasyona yönelik bir faiz politikası varlığını korumaktadır. Likidite tuzağı açısından böyle bir politika, reel döviz kurunu denge değerinden uzaklaştırır. 2001 krizinden farklı olarak 2009 yılında ve takip eden yıllarda yüksek faiz politikası ile yabancı kaynağı Türkiye'ye getirmek o kadar kolay olmayacaktır. Şimdiye kadar izlenen para politikası likidite tuzağını derinleştirmektedir. TCMB daha hızlı bir şekilde faizleri indirmek zorundadır ama faiz indirimi de tek başına yeterli değildir. Para politikasını köklü olarak değiştirmesi gerekmektedir. Enflasyon hedefi yerine reel döviz kuru veya işsizlik oranı gibi değişkenleri hedeflemesi yaşadığımız an için daha doğru hedeflerdir. Para politikasını Türkiye'nin rekabet gücünü arttıracak biçimde yeniden şekillendirilmesi gerekmektedir. Ancak TCMB'nin hala fiyat istikrarı hedefini savunmak istemesi dolaylı likidite tuzağının daha da derinleşeceği anlamına gelmektedir. TCMB politikasını tamamen değiştirmek zorundadır. Tekrar vurgulanırsa TCMB kamu kâğıtlarını alabilir. Bu tür politika bütçe imkânlarını arttırarak resesyona mücadelede kolaylaştırıcaktır. Mevcut koşullarda sürdürülen para politikası gevşetilse bile beklentileri değiştirecek bir özden ve kuvvetten yoksundur. Bu koşullarda Türkiye dolaylı likidite tuzağı direkt bir likidite tuzağına dönüşebilir.

5. Sonuç

Gelişmekte olan ülkeler de tasarruf açığına sahip olduklarından büyümek için dış kaynağa ihtiyaç duyarlar. Çoğu zaman bu ülkelerin reel kurları yani paraları değerlidir. Depresyon zamanlarında paralarının değer kaybı riski veya belirsizliği yabancı yatırımcıların bu ülkeye girmesine engel olur. Düşen büyüme hızları, artan işsizlik ve belirsizlik de bu ülkelerde yatırım ve tüketim harcamalarının düşmesine neden olur. Gelişmekte olan ülkelerde yatırımlar için pozitif reel getiri olsa bile kur riski veya belirsizliğinden dolayı para tutmak veya bu ülkelere yatırım yapmamak yabancılar için rasyonel hale gelir. Bu duruma da dolaylı likidite tuzağı denilebilir. Likidite tuzağından kurtulmak için para ve maliye politikası beklentileri düzelterek şekilde kullanılmalıdır. Politika geleceğe dönük olarak nispi fiyatları, örneğin uzun vadeli faizleri düşürmede etkili olabilirse, tüketim ve yatırım harcamaları canlanarak ekonomi depresyon veya deflasyondan çıkabilir. Likidite tuzağındaki bir ekonomide sıra dışı para ve maliye politikalarının uygulanması gerekmektedir.

Bu açıdan Türkiye'nin doğrudan bir likidite tuzağına yakalandığı iki açıdan kabul edilemez. Birincisi Türkiye'de reel getiriler oldukça yüksektir. Tablo 6'ya bakıldığında Türkiye'nin dünyadaki en yüksek faizi veren ekonomilerden biri olduğu görülmektedir. İkinci olarak Türkiye'de tasarruf fazlası değil tasarruf açığı bulunmaktadır. Ama

Türkiye dış kaynağa bağımlı bir ekonomi olduğundan dünyadaki ekonomik depresyonla beraber yabancı yatırımcıların risk alma iştahı azalmış, gelişmekte olan ülkelerden çekilmeleri ile beraber ciddi bir kaynak sıkıntısı yaşamaya başlamıştır. Türkiye’de firmaların yabancı para cinsinden borçları, artan riskler, firmaların, bankaların hane halklarının tüketim ve yatırım harcamaları ve bunları finanse eden kredilerin azalmasına neden olmuştur. Bu şartlarda Türkiye ekonomisinin 2009 yılı içinde %7 civarında daralması olanaklı hale gelmiştir. Reel kur endeksi önemli ölçüde değer kaybetmiştir. Ama hala denge reel kuru olduğu söylenebilir. Gerek reel kurun değer kaybetmesi veya değer kaybı ihtimali gerekse yabancı ve yerli yatırımcıların karamsar beklentileri dış kaynak girişini durdurmuş, yerel iktisadi birimlerdeki beklentilerini daha da kötümsere hale getirmiştir. Hem resesyon hem de deflasyon Türkiye ekonomisini kendiliğinden değil ama dış kaynaklı ve dolaylı bir likidite tuzağına sokmuştur.

Bu ortamda maliye politikasına bakıldığında, sıkı bütçe politikasının 2008 sonlarına doğru gevşese bile tasarruf yetersizliği ve borç ödemelerinden dolayı etkin olmadığı söylenebilir. 2009 yılının ilk altı ayına bakıldığında hala faiz dışı bütçe fazlası veren bir maliye politikasının resesyonla mücadele ettiği söylenemez. Artan işsizlik resesyonun en büyük maliyetidir. Maliye politikası para politikası ile bağdaştırılabilirse, Türkiye resesyon sürecinden daha az

maliyetle kurtulabilir. Ancak para politikasına bakıldığında TCMB’nin hala enflasyon hedeflemesi politikasını sürdürmesi durgunlukla mücadele açısından tutarsız bir politik çerçeve yaratmaktadır. Bu noktada para politikasının kökten değişmesi gerekmektedir: TCMB’nin kamu borçlarının uzun vadeli kısmını parasallaştırarak maliye politikası için kaynak yaratması ile aşılabılır. Resesyon ortamında bile enflasyon hedeflemesini devam eden TCMB faiz indirim politikası etkisizdir. Klasik para politikasının etkinsizliği ve mevcut kamu borç ve bütçe açıklarından dolayı sınırlı kalan genişletici maliye politikası radikal bir para politikası değişikliği ile desteklenmezse Türkiye ekonomisi dolaylı likidite tuzağından doğrudan likidite tuzağına dönüşecektir. Bu da resesyon sürecinin derinleşmesi anlamına gelecektir. 2009 yılında %5 altına düşme olasılığı olan enflasyon ve enflasyonla mücadelede sağlanan kazanımlar ciddi bir işsizlik artışıyla sağlandığı ve uzun vadede sürdürülemeyeceği unutulmamalıdır. Ancak bu politikadan, belirli bir çıkış stratejisi kurala bağlanarak uygulanmalıdır. Çünkü böyle bir kural uygulanmaz ise bu süreç hiperenflasyon ile sonuçlanacaktır.

Son aşamada gelecekte izlenecek politikanın ne olacağı kestirilmeye çalışıldığında bu makaledeki önerilerin Türkiye’de dikkate alındığı söylenemez. Aksine yoğun IMF baskısı, önümüzdeki günlerde sıkı para ve maliye politikasının uygulanma ihtimalinin kuvvetli olacağı anlamına gelmektedir. Bu

tür politikalar kuru değerlendirmekte, istihdamsız, ülkenin faktör donanımına ters bir ekonomik yapı yaratmaktadır. Bunun yanında ödemeler dengesi de bozulmaktadır. Bu koşullarda Türkiye'nin yatırım tasarruf dengesinin sağlanabilmesi için tasarrufların artırılması harcamaların da kısılması gerek-

mektedir. Bu tür bir düzenleme dünya iş bölümü ve Türkiye'deki sermaye grupları açısından sorun olmamakla beraber küçük ve orta ölçekli birçok firmanın kapanmasına ve artan işsizlikle beraber maliyetlerin ülke içerisine yansımaya neden olabilecektir.



KAYNAKÇA

- Akyüz, Y. (1977). *Sermaye Bölüşüm Büyüme*. Ankara: Ankara Ün. Siyasal Bilgiler Fak. Yayını
- Alesina, A. ve Perotti, R. (1995). Budget Deficit and Budget Institution. Nber Working Paper. No. 5556, 5-23
15 Aralık 2009 tarihinde <http://www.nber.org/papers/html> adresinden erişildi.
- Aurebach, A. ve Obstfeld, M. (2005). The Case For Open Market Purchases In A Liquidity Trap. *The American Economic Review*. 95, 111-135
- Baydur, C. M. (2009). Krizden Kurtulmak için Neler Yapmalı. *Ekonomik Yorumlar*. 529, 11-13
- Baydur, C. M. (2008). Dünyadaki Kriz, Doğru Dış Açık ve Bize Sunulan Fırsat. Hükümet IMF ile Anlaşmalıdır. *Ekonomik Yorumlar*. 525, 8-16
- Baydur, C. M. (2005). Mali Yaklaşım Modelinin Yetersizlikleri: Belirsiz Fiyatlar. *Ekonomik Yorumlar*. 500, 54-64
- Blanchard, O. ve Fischer, S. (1999). *Lectures on Macroeconomics*. USA: MIT Press
- Blanchard, O. (1990). Suggestion for a New Set of Fiscal Indicators. OECD Economic Department Working Paper. No. 79, 1-36
- Blanchard, O. (2003). Comments on Inflation Targeting in Transition Economies; Experience and Prospect. NBER Conference on Inflation Targeting. No. 9667, 1-14
25 Ağustos 2008 tarihinde <http://www.nber.org/papers/html> adresinden erişildi.
- Boefinger, P. (2001). *Monetary Policy*. UK: Oxford University Press.
- Buiter, W. ve Panigirtzoglou, N. (2001). Liquidity Traps: How to Avoid Them and How to Escape Them. Nber Working Paper. No.7245, 1-74
2 Şubat 2009 tarihinde <http://www.nber.org/papers/html> adresinden erişildi.
- Champ B. ve Freeman, S. (2006). *Modeling Monetary Economics*. 2nd ed. UK: Cambridge University Press
- Coenen, G. ve Volker W. (2003). The Zero-Interest-Rate and the Role of the Exchange Rate for Monetary Policy in Japan. CFS Working Paper Series. 2003/09, 1-53
2 Şubat 2009 tarihinde <http://www.cfs.org/papers/html> adresinden erişildi.
- Demirağ, I. ve Goodhart S. (1994). *Financial Management for International Business*. UK: McGraw-Hill Book Company
- Eggerston, G. ve Woodford, M. (2003). Optimal Monetary Policy in a Liquidity

- Trap Nber Working Paper. No.9968, 1-78
28 Ocak 2009 tarihinde <http://www.nber.org/papers/html> adresinden erişildi.
- Eggertsson, G. ve Pugsley, B. (2006). The Mistake of 1937: A General Equilibrium Analysis. CFS Working Paper No. 2007/06, 1,38
22 Şubat 2009 tarihinde http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=968644
- Ertuğrul, A. (1994). *Para Teorisi*. Ankara: Bilkent Üniversitesi Yayınları
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillian and Co Press.
- Krugman, P. (2000). Thinking About Liquidity Trap. *Journal of the Japanese and International Economies*. 14, 221-237
- Krugman, P. (2008). *Optimal Fiscal Policy in a Liquidity Trap*. 5 Ocak 2009 tarihinde <http://www.princeton.edu/~pkrugman/optimalg.pdf>, adresinden alınmıştır.
- Iwamuro, M., Takeshi K. ve Tsutomu W. (2005). Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap: The Japanese Experience 1999-2004. Nber Working Paper. No.11151, 1-50
28 Ocak 2009 tarihinde <http://www.nber.org/papers/html> adresinden erişildi.
- McCallum, B. (2008). Inflation Targeting and The Liquidity Trap, NBER Working Paper. No.8225, 1 -54
28 Ocak 2009 tarihinde <http://www.nber.org/papers/html> adresinden erişildi.
- McCallum, B. (2005). A Monetary Policy Rule For Automatic Prevention of a Liquidity Trap?, Nber Working Paper, No. 11056, 1-45.
28 Ocak 2009 tarihinde <http://www.nber.org/papers/html> adresinden erişildi.
- McCallum, B. ve Nelson E. (2000). Monetary Policy For An Open Economy: An Alternative Framework With Optimizing Agents And Sticky Prices. *Review Economy Policy*. Vo.16, 74-91
- Meltzer, A. (1999). The Transmission Process. *Presented to the Deutsche Bundesbank Conference on the Monetary Transmission Process: Recent Developments and Lessons for Europe*. 1-21
- Obstfeld, M. ve Roggofi K. (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. USA: The MIT Press.
- Orphanides, A. (2003). Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice. *The North American Journal of Economics and Finance*. 15, 101-124
- Paya, M. (2001). *Makro İktisat*. 2. Baskı. İstanbul: Filiz Kitapevi
- Patinkin, D. (1974). The Role of the Liquidity Trap in Keynesian Economics. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. 3-11
- Pazarlıoğlu, V. ve Çevik, E. (2005). Ratchet Model: 1939-2005 Dönemi Türkiye Uygulaması. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 9, 17-34

Posen, A. (1998). *Restoring Japan's Economic Growth*. USA: MIT Press.

Roubini, N. (2008). Asia is Learning the Wrong Lessons From Its 1997–98 Financial Crisis. Ed: Marc Uzan. *The Macroeconomics of Global Imbalance*. USA: Taylor & Francis Press

Scott, S. (2002). Some Observations On The Return Of The Liquidity Trap. *Cato Journal*. 21, 1-10

28 Şubat 2009 tarihinde <http://www.cato.org/pubs/journal> adresinden alınmıştır.

Svensson, L. (2001). The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way Of Escaping from a Liquidity Trap. *Monetary and Economic Studies*. 19, 1-46.

Sevensson, L. (2005). Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap. *International Conference on Policy Options for Sustainable Economic Growth in Japan*. 1-15.

05 Şubat 2009 tarihinde <http://people.su.se/~leosven/> adresinden alınmıştır.

TCMB (2003). Para Politikası Raporu. 02 Şubat 2009 tarihinde www.tcmb.gov.tr adresinden alınmıştır.

TCMB (2009). Finansal İstikrar Raporu. Ankara: TCMB Yayını, Sayı. 8.

TCMB (2009). Enflasyon Raporu-IV. , Ankara: TCMB.

Tobin, J. (1996). *Essays in Economics*. USA: The MIT Press.

Türel, O. (2009). Dünya Ekonomik Bunalımının Türkiye'ye 2008-2009'daki Yansımaları Üzerine Notlar. *Ekonomik Yorumlar*. 46, 5-13

Walsh, C. (1995). Optimal Contracts for Central Bankers. *The American Economic Review*. 85, 678-685

Woodford, M. (2003). *Interest and Prices*. USA: Princeton University Press.