

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

2008 KRİZİ ETKİSİNDE KAPİTALİZMİN
KURUMSAL VE YAPISAL DEĞİŞİMİ:
MÜDAHALE SINIRLARI GENİŞLETİLMİŞ
İKTİSAT POLİTİKALARI VE PARA YARATMA
DİNAMİĞİ

BEDİA TEKİN

2502120144

DANIŞMAN

PROF. DR. HALİL TUNALI

İSTANBUL - 2021

ÖZ

2008 KRİZİ ETKİSİNDE KAPİTALİZMİN KURUMSAL VE YAPISAL DEĞİŞİMİ: MÜDAHALE SINIRLARI GENİŞLETİLMİŞ İKTİSAT POLİTİKALARI VE PARA YARATMA DİNAMİĞİ

BEDİA TEKİN

1929 krizi gibi 2008 finansal krizi ile de benzer bir iktisadi kırılmanın para politikası ve merkez bankacılığı üzerinde köklü bir değişimi tetikleyip tetiklemediği krizin ilk belirtilerinin gözlenmesinden bu yana süre gelen tartışmalar arasında yer almaktadır. İlgili değişim konusu artan devlet müdahaleleri ve sermaye-kriz etkileşiminde kapitalizmin kurumsal unsurları ile doğrudan ilişkilendirilebilmektedir. Bu bağlamda tezde tümevarımcı, nitel gözlem yöntemiyle kavramlar arası bağlantılar 2008 öncesi merkez bankacılığı temelinde Thomas Kuhn'un paradigma değişimi yaklaşımı dikkate alınarak açıklanmaktadır.

Tezde aranan paradigma değişiminin somutlaştırıldığı alan olan merkez bankalarının para yaratma fonksiyonu temelinde, 2008 krizinde hükümetlerin genişleyen müdahaleleri merkez bankalarının âdemi merkeziyetçi yönetim tercihleriyle ilişkilendirilmektedir. Böylelikle merkez bankalarının ilgili alanlardaki politika yapıcılığı fonksiyonunda kriz öncesine göre belirgin bir kurumsal kırılmanın varlığı ve bu kırılmanın da paradigmadaki değişimin karşılığı olma durumu incelenmiştir. İlgili müdahaleler kriz dönemlerinde merkez bankalarının âdemi merkeziyetçi yönetim unsurlarını gevşetmelerine sebep olsa da kısa zamanda bankalar eski çalışma prensiplerine dönmektedirler. Krizlerin bankalar üzerinde bıraktığı asıl kalıcı etki ise ulusal düzeydeki âdemi merkeziyetçilikleri ile ilgili değildir. Ekonomi güvenliği ve küresel finansal güvenlik ağırları konularının artan öneminden dolayı

krizlerin de etkisi ile merkez bankaları uluslararası merkezileşme eğilimlerini artırmaktadırlar.

Paradigma değişiminin, tezdeki sınırlar dâhilinde, aranan koşullarının karşılanamıyor olduğu tespit edilerek, merkez bankacılığının müdahale sınırları genişletilmiş para yaratma fonksiyonundaki politika yaratma becerisinde paradigmatik bir değişim sürecine maruz kalmadığı görülmüştür. Tezde merkez bankacılığının hâkim paradigmatları ekseninde, 2008 sonrasında gelişmiş köklü bir değişimin varlığına dair henüz somut bir saptama yapılabilecek argümanların mevcut olmadığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Paradigma değişimi, 2008 krizi, âdemi merkeziyetçi yönetim, merkez bankacılığı sisteminde paradigma değişimi.

ABSTRACT

INSTITUTIONAL AND STRUCTURAL CHANGE OF CAPITALISM UNDER THE EFFECT OF THE 2008 CRISIS: ECONOMIC POLICIES WITH EXPANDED INTERVENTION LIMITS AND MONEY CREATION DYNAMICS

BEDİA TEKİN

Since the first signs of the crisis were observed, an ongoing debate on whether an economic breakdown triggered a radical change in monetary policy and central banking with the 2008 financial crisis similar to the Great Depression of 1929. The relevant issue can be directly correlated with the expanding limits of state interventions and the institutional elements of capitalism through capital-crisis interaction. Concordantly, the links between the concepts are explained based on pre-2008 central banking applications with an inductive and qualitative observation methods taking into account Thomas Kuhn's paradigm change approach.

In this thesis, the money creation function of a central bank is determined as the area where the possible paradigm shift occurs. Based on this function, the expanding interventions of various governments throughout the 2008 crisis are correlated with the decentralized governance choices of said central banks. Thus, the existence of a distinct institutional breakdown in the policy making function of central banks in related fields compared to the pre-crisis situation and its response to the change in the paradigm were analyzed. Even though related interventions caused central banks to loosen their decentralized management elements during crisis periods, the banks revert to their previous conventional working principles after a while. The principle long-term impact of crises on banks is not related to decentralization at the national level. Central banks increase their tendency towards international centralization due to the increasing importance of economic security, global financial safety nets and the effects of financial crises.

It was determined that the paradigm shift, within the limits of this thesis, could not meet the required conditions, and it was observed that central banking was not subjected to a paradigm shift process in the policy-making ability of a money-making function with expanded intervention boundaries. This thesis concludes that no concrete argument has yet been obtained regarding the existence of a radical change developed after 2008 in the axis of the dominant paradigms of central banking.

Keywords: Paradigm shift, 2008 crisis, decentralized governance, paradigm shift in central banking system.



ÖNSÖZ

Kapitalizmin çevrimleri ile açıklanan gelişim evresi içinde konjonktür dalgalarının bir uzantısı olarak ele alınan krizler arasında yer alan 2008 krizinin merkez bankacılığı özelinde sistemin işleyişi üzerinden vuku bulan paradigmatik bir değişime gerekçe olma durumunun araştırıldığı bu tezde Thomas Kuhn'un yaklaşımı temelinde paradigma değişimi olgusunun sınırları belirlenerek, merkez bankacılığında para yaratma yönetimi ve âdemi merkeziyetçi yönetim üzerinden gelişen değişim görüşleri yakın dönem verileri ile analiz edilmiştir. Bu doğrultuda tezin amacı 2008 krizi etkisinde uygulana gelen hükümet müdahaleleri etkisindeki tedbirlerin ve merkez bankacılığı tercihlerinin iktisadi sistemin yapısal özelliklerinde kurumsal bir değişime gerekçe olup olmadığının araştırılmasıdır. İlgili hedef dikkate alınarak tezde “2008 krizi etkisinde merkez bankacılığının para yaratma işlevinde paradigma değişimi gerçekleşmiştir” varsayımı dikkate alınmıştır.

Bu doğrultuda paradigma değişimi arayışında 2008 krizi ile gelişen hükümet müdahaleleri sınırlarına yoğunlaşılması sebebiyle merkez bankacılığının müdahale alanlarını belirleyen para arzı konusuna dönük olarak para yaratma fonksiyonu ve âdemi merkeziyetçi yönetim tercihleri dikkate alınmıştır. Merkez bankacılığı özelindeki bahse konu unsurların paradigmatik bir değişime maruz kalması durumunun sistemsel görünümü ise kapitalizmin kurumsal unsurlarından özellikle sermaye, ekonomik denge, borç ilişkisi, âdemi merkeziyet kavramı ve kapitalizm-devlet-güç kavramları ekseninde dikkate alınmıştır. Geçmiş deneyimlerden seçilen örnekler özelinde ise merkez bankası ihtiyacında Fed ve paradigma değişimi kavramı içinse 1929 krizi örneklerinden yararlanılmıştır.

Tezin araştırma aşamasında kullanılan destekleyici sayısal çıktılar çapraz kontrole tabi tutularak, veri analizleri için birden fazla kaynak kullanılmıştır. Bu süreçte özellikle ulusal sermaye stoku verilerindeki tutarsızlıkların ve hesaplama yöntemleri arasındaki farklılıkların sahadaki çalışmaları güçleştirdiği deneyimlenmiştir. Ayrıca tezin nihayetinde elde edilen sonuçların yanı sıra gelecek

araştırmalara katkı sağlayacağına inanılan alanlara da değinilerek, konunun ilerleyen aşamalarına katkı sunulmaya çalışılmıştır.

Son olarak, tezimin yazım sürecinde sabrını ve desteğini esirgemeyen danışmanım Halil Tunalı'ya, bilimsel katkılarıyla ufkumu genişleten hocam Ayşe Zışan Furat'a, motivasyonumu hep canlı tutan Vusala Aghayeva başta olmak üzere Fatih Sultan Mehmet Vakıf Üniversitesi Uluslararası İlişkiler Daire Başkanlığı'ndaki tüm mesai arkadaşlarıma, varlığıyla hayatıma anlam katan, emekleriyle her zaman yanımda olan kıymetli annem lk Hanım'a, beni yetiştiren anneannem Hatice Hanım'a ve manevi ağabeyim İsmail Bey'e teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Bedia TEKİN
İSTANBUL

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZ	ii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER	viii
TABLOLAR LİSTESİ.....	xii
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
EKLER.....	xvi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xvii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAPİTALİZMİN BELİRLEYİCİ KURUMSAL YAPISI VE KRİZLER

1.1. KAPİTALİZMİN BELİRLEYİCİ KURUMSAL UNSURLARI	11
1.1.1. Sermaye Birikimi	14
1.1.1.1. Çağdaş Birikim Süreci	18
1.1.1.2. Sermayenin Hareketliliği, Yoğunlaşması ve Rekabet.....	19
1.1.1.3. Sermaye Stokunun Yapısal Değişiminin Ekonomik Etkileri.....	24
1.1.1.4. Sermaye Kavramına Dair Gelişmeler ve Risk Algısı.....	31
1.1.1.5. Sermayenin İşlevselliği Sorgusu ve Dünya Düzeni	32
1.1.2. Ulusal Ekonomik Denge ve Borç Ekonomisi	37
1.1.2.1. Ödemeler Dengesinde Kaynak Transferi	39
1.1.2.2. Dış Borçlanmada Bretton Woods Etkisi	40
1.1.3. Âdemi Merkeziyet	46
1.1.4. Parasal İktisat Ekseninde Kapitalizm-Devlet İlişkisi: Güç ve Müdahale Unsurları.....	51
1.2. KAPİTALİZMİN 2008 ÖNCESİ BELİRLEYİCİ KRİZ DENEYİMLERİ.....	58
1.2.1. 1929 Krizi	60
1.2.2. 1990'ların Kriz Deneyimleri.....	62
1.3. KAPİTALİZMİN KRİZ EĞİLİMLERİ VE DAVRANIŞSAL ETKİLERİ.....	69

1.3.1.	Neoklasik ve Neoliberal İktisadın Krizleri	72
1.3.2.	Krizler Doğal Geçişlerdir Kabulünün Ekonomiye Etkileri: Krizlerin Okunmasında Yöntem Sorunsalı.....	81
1.3.3.	Kriz Öngörüsüzlüğü'nün Çelişkisi: Neoliberal Politikaların Kriz Öngörülebilirliği Eleştirisi	85
1.3.4.	Krizlerin Etkisinde Davranışsal Değişim.....	91
1.3.5.	Krizlerin Etkisinde Toplumsal Davranış Değişikliği ve Kapitalizm İlişkisi	102
1.4.	KAPİTALİZMİN KURUMSAL UNSURLARI ÇERÇEVESİNDE PARADİGMA DEĞİŞİMİ KAVRAMI.....	109
1.4.1.	Paradigma ve Paradigma Değişimi Kavramları.....	110
1.4.2.	2008 Sonrası İktisadi Paradigmaların Değişimine Dair Yaklaşımlar	112

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KRİZİ ETKİSİNDE GLOBAL İKTİSADİ MİMARİ VE MERKEZ

BANKACILIĞI UYGULAMALARI

2.1.	2008 KRİZİNİN GELİŞİMİ	117
2.1.1.	Genel Hatları ile 2008 Krizinin Gelişim Süreci.....	118
2.1.2.	ABD’de 2008 Krizi Öncesi ve Krizin Gelişim Süreci.....	122
2.1.2.1.	2008 Krizi Öncesi ABD Ekonomisinin Kurumsal Yapısı	123
2.1.2.2.	ABD’de 2008 Krizinin Gelişimi	126
2.2.	2008 KRİZİNDE UYGULANAN FİNANSAL MÜDAHALELER	135
2.2.1.	Krize Yönelik İlk Müdahale Usulleri	136
2.2.2.	Krize Yönelik İleri Müdahale Usulleler ve Takip Eden Gelişmeler.....	137
2.2.3.	Krizin Politika Tercihine Etkileri.....	141
2.3.	2008 KRİZİ ETKİSİNDE MERKEZ BANKALARININ UYGULAMA ÖRNEKLERİ.....	148
2.3.1.	Sıfır Faiz Oranı: SNB Uygulamaları.....	152
2.3.2.	Sözle Müdahale Politikası: SNB Uygulamaları.....	154
2.3.3.	Parasal Genişleme Politikası: FED Uygulamaları	157
2.3.4.	Geniş Çaplı Varlık Alımları: ECB Uygulamaları.....	159
2.3.5.	Döviz Piyasası Müdahalesi: BOJ Uygulamaları.....	161
2.3.6.	Hedef Belirleme ve Hedefe Yönelik Takip Politikaları.....	163

2.3.6.1.	Enflasyon Oranı Hedefleme ve Fiyat Düzeyi Belirleme: BoE Örneği .	165
2.3.6.2.	Ekonomik Büyüme Hedeflemesi: PBoC Örneği.....	171
2.4.	MERKEZ BANKACILIĞININ 2008 KRİZİ EDİNİMLERİ	173
2.4.1.	Sermaye Standartlarının Güncellenmesine Dönük İhtiyacın Belirlenmesi	174
2.4.2.	BASEL III ve Sermayenin Yeni Standartlarının Merkez Bankacılığına Etkileri	176
2.4.3.	2008 Krizinin Merkez Bankacılığına Etkilerinin İktisadi Yapıya Edinimleri .	181
2.4.3.1.	Güvenlik Çemberi ve Ulusal Paranın Güvenliği.....	184
2.4.3.2.	Parasal Müttefiklik	187
2.4.3.3.	Riske Endeksli Enflasyon Yönetimi	191
2.4.3.4.	Krizin Edinimlerinin Aksaklıklarına Dönük Değerlendirmeler.....	199

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 SONRASI MERKEZ BANKACILIĞININ POLİTİKA YARATMA ETKİSİ

3.1.	MERKEZ BANKASI İHTİYACI.....	203
3.1.1.	Merkez Bankası İhtiyacının Gelişimi: Fed Örneği	206
3.1.2.	Merkez Bankası İhtiyacı Yaklaşımları.....	207
3.2.	PARANIN YARATILMA SÜRECİ VE MERKEZ BANKACILIĞININ POLİTİKA YAPICILIĞI İLİŞKİSİ	210
3.2.1.	Merkez Bankalarının Para Yaratma Süreci.....	211
3.2.2.	Ticari Bankaların Para Yaratması Süreci.....	217
3.2.3.	Para Arzı Özelinde Merkez Bankacılığının Politika Yapıcılığı.....	222
3.2.3.1.	Teorik Açıdan Göstergeler Arasındaki İlişki	223
3.2.3.2.	Uygulama Örnekleri.....	229
3.2.3.3.	Para Arzı-Büyüme İlişkinin Belirleyici Fonksiyonu.....	233
3.2.3.4.	Merkezin Parasının Politika Gücü.....	237
3.3.	ÂDEMİ MERKEZİYETÇİ YÖNETİŞİM VE MERKEZ BANKACILIĞI....	242
3.3.1.	Merkez Bankalarında Âdemi Merkeziyetçi Yönetişim	243
3.3.2.	Vaka İncelemesi.....	249
3.3.2.1.	Çin Halk Cumhuriyeti	252
3.3.2.2.	Rusya Federasyonu	256

3.3.2.3.	Japonya.....	259
3.3.2.4.	Kanada.....	264
3.3.3.	Âdemi Merkezîyetçi Parasal Sistemde Ekonomi Güvenliği ve Kûresel Finansal Güvenlik Ağı	268
3.4.	MERKEZ BANKACILIğI ÖZELİNDE PARADİGMA DEğİŞİMİ OLASILIğI VE GELECEK BEKLENTİSİ	274
3.4.1.	Merkez Bankacılığında Paradigma Değişimi Olasılığı.....	276
3.4.2.	Paradigma Değişimi Olasılığı Çerçevesinde Geleceğin Merkez Bankacılığı Beklentilerine Eleştiri.....	281
	SONUÇ.....	289
	EKLER.....	301
	KAYNAKÇA	358
	ÖZGEÇMİŞ	403

TABLÖLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1.1.: Gerçekleşen ve Tahmini Küresel Büyüme Hızı (2016-2021)	26
Tablo 1.2.: G7 Ülkeleri Sabit Sermaye Stokunun GSYİH İçindeki Payı	30
Tablo 1.3.: Seçili Ülkelerde Gerçekleşmiş Sistemik Finansal Krizler	60
Tablo 1.4.: Avrupa'daki 2008 Öncesi Durgunluklar ve İlgili Çıktı Kayıpları	68
Tablo 1.5.: Mali Paketlerin Mutlak Büyüklüğü (2008-2010)	98
Tablo 1.6.: Seçili Ülkeler ve Ülke Grupları Tasarruf/GSYH Oranları	101
Tablo 2.1.: Cari İşlemler Dengesinin GSYH'ya Oranı	121
Tablo 2.2.: ABD'de 2008 Finansal Krizinin Başlıca Nedenleri	128
Tablo 2.3.: Hanehalkı Kredileri ve Borçlanma Senetlerinden Doğan Toplam Borçların GSYH'ya Oranı	131
Tablo 2.4.: 2008 Krizi Öncesi ve Sonrası Büyüme Oranları	135
Tablo 2.5.: 2008 Krizi Sonrası Politika Değişimleri	147
Tablo 2.6.: Geleneksel Olan ve Olmayan Merkez Bankası Tedbirleri	149
Tablo 2.7.: 2008 Krizi Merkez Bankaları Önlemlerinin Özeti	150
Tablo 2.8.: AMB Net Varlık Alımları	160
Tablo 2.9.: Finansal Piyasaları Düzenleyici Uluslararası Kurumlar	177
Tablo 2.10.: Türkiye'nin Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları	197
Tablo 2.11.: Enflasyon Oranları	198
Tablo 2.12.: Kuruluş Yılları İtibariyle Seçili Merkez Bankaları	206
Tablo 3.1.: Ticari Bankaların Para Politikası Hedeflerini Karşılama Usulleri	221
Tablo 3.2.: Ülke Grupları ve Çin'in Küresel Sermaye Stoku Payları	236
Tablo 3.3.: Merkez Bankaları Örnek Tür Değişiklikleri (2006-2015)	246
Tablo 3.4.: Seçili Ülke Vaka İnceleme Özet Tablosu	250
Tablo 3.5.: Kanada'nın Temel Finansal Otoriteleri	266

GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa

Grafik 1.1.: Seçili Ülkelerde Tasarrufların GSYH'ya Oranı	17
Grafik 1.2.: Toplam Küresel Sermaye Birikimi.....	19
Grafik 1.3.: Ülke Gruplarına Göre Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	28
Grafik 1.4.: Ülke Gruplarına Göre Net Portföy Yatırımları	29
Grafik 1.5.: G7 Ülkeleri Arasında Küresel Sermaye Stoku Dağılımı	30
Grafik 1.6.: Seçili Ülkeler Ödemeler Dengesi Bilançosu	40
Grafik 1.7.: OECD Ülkelerinin Kamu Borçlarının GSYH'ya Oranı.....	41
Grafik 1.8.: Ülke Gruplarına Göre Kamu Borçlarının GSYH'ya Oranı.....	42
Grafik 1.9.: Dünya Bankası Operasyonlarının Konu Başlıklarına Göre Dağılımı	48
Grafik 1.10.: Merkezi Olmayan Bileşenlere Sahip Dünya Bankası Operasyonlarının Yıllara Göre Dağılımı	50
Grafik 1.11.: Merkezi Olmayan Bileşenlere Sahip Dünya Bankası Operasyonlarının Ülkelere Göre Dağılımı.....	50
Grafik 1.12.: ABD'de Destek Verilen Finansal Kurumların Sayısı	95
Grafik 1.13.: ABD'de Batan Bankalardaki Mevduatların GSYH'ya Oranı	96
Grafik 1.14.: OECD Ülkeleri Mali Teşvik Paketlerinin Bileşenleri.....	97
Grafik 2.1.: Yeniden Sermayelendirme Süresi	137
Grafik 2.2.: Bankalarca İhraç Edilen Yeni Hisselerin Oranı	138
Grafik 2.3.: Tahsili Gecikmiş Alacak Oranları.....	140
Grafik 2.4.: Tahsili Gecikmiş Alacakların Toplam Banka Kredilerine Oranı.....	141
Grafik 2.5.: Seçili Ülkeler Kredi/GSYH Oranları (2008 ve 2018).....	144
Grafik 2.6.: Kriz Sonrası Toparlanma Göstergesi	152
Grafik 2.7.: Frank Döviz Kuru Oranları (Euro-Dolar-Yen)	156
Grafik 2.8.: Fed - Toplam Varlıklar.....	158
Grafik 2.9.: Döviz Kurları (Japon Yeni, ABD Doları ve Euro).....	162
Grafik 2.10.: Sürpriz Para Politikası Kararlarının Sıklığı.....	164
Grafik 2.11.: İngiltere Tüketici Fiyatları Endeksi.....	168
Grafik 2.12.: İngiltere Banka Faiz Oranları.....	169
Grafik 2.13.: Döviz Rezervlerinin Dağılımı (COFER).....	187

Grafik 3.1.: ABD’de Para Arzı ile Enflasyonun Oransal Değişimi.....	225
Grafik 3.2.: Borç ve Borçlanma Senetlerinin GSYH’ya Oranı	241
Grafik 3.3.: Seçili Ülkeler Büyüme Oranları (1991-2019).....	249
Grafik 3.4.: Seçili Ülkeler Enflasyon Oranları (2000-2019)	249



ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 3.1.: Parasal Aktarım Mekanizması	215
Şekil 3.2.: Bankacılık Sektöründen Ek Krediler Yaratarak Para Yaratma	218
Şekil 3.3.: Makro İhtiyati Politikalar ile Diğer Politikaların İlişkisi	224
Şekil 3.4.: Çin Finansal Sistem Mimarisi	255
Şekil 3.5.: Japonya Merkez Bankası Organizasyon Şeması	263
Şekil 3.6.: Çok Katmanlı Küresel Finansal Güvenlik Ağları	270



EKLER

Sayfa

Ek 1: Ülke Gruplarına Göre Toplam Küresel Sermaye Birikimi-I	302
Ek 2: Ülke Gruplarına Göre Toplam Küresel Sermaye Birikimi-II	303
Ek 3: Seçili Ülkeler Yıllık Faiz Oranları	304
Ek 4: Ülke Gruplarına Göre Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	305
Ek 5: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Girişleri ve Çıkışları	306
Ek 6: Borç Kapitalizmine Dair Notlar	307
Ek 7: Ekonomik Büyüklüklerine Göre OECD Ülkeleri.....	308
Ek 8: Türkiye IMF İlişkilerine Kısa Bakış.....	309
Ek 9: 2019 Yılı İtibariyle Ödenmemiş IMF Kredileri	310
Ek 10: ABD’de Finans Piyasalarını Düzenleyen Başlıca Kurumlar	311
Ek 11: Kriz Dönemlerinde ABD’de Destek Alan Kurumların Sayısı	312
Ek 12: Bölgesel Yatırım Düzeyleri (2000-2016)	313
Ek 13: British Academy İktisatçılarının Kraliçe’ye Mektubu	314
Ek 14: “Laziness - Poverty, Work – Wealth” Poster.....	318
Ek 15: Değişen İktisadi Anlayış Savına Sunulan Argümanlara Örnekler	319
Ek 16: Mali Paketlerin Büyüklüğü ve Zamanı	327
Ek 17: Mali Paketlerin Bileşimi	328
Ek 18: Geniş Tanımlı Paranın Büyüme Hızı (Ülke Bazlı)	329
Ek 19: İngiltere’de Farklı Parasal Büyüklükler ve Nominal Harcama Düzeyi	330
Ek 20: Para Yaratma Temelli Çalışmalardan Örnekler	331
Ek 21: Türkiye Örneği.....	333
Ek 22: Son Dönem Ampirik Çalışmalardan Örnekler	343
Ek 23: Dünya Bankası’ndaki Projelerin Konularına Göre Dağılımı.....	349
Ek 24: Seçili Ülkeler Büyüme Oranları	350
Ek 25: Seçili Ülke Enflasyon Oranları.....	351
Ek 26: Seçili Ülkeler Ödemeler Dengesi Sermaye ve Finans Hesabı	352
Ek 27: Çin’in Reform Öncesi Dönemi	353
Ek 28: Rusya Federasyonu Merkez Bankası’nın Birimleri	355
Ek 29: Rusya Merkez Bankası’nın Temel İşlevleri	356

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
a.e.	:	Aynı eser
a.g.e.	:	Adı geçen eser
AMB	:	Avrupa Merkez Bankası
API	:	Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	:	Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu
BFSN's	:	Bilateral Financial Safety Nets
Bibl.	:	Bibliyografya
BIS	:	Bank for International Settlements
BİST	:	Borsa İstanbul
Bkz.	:	Bakınız
BM	:	Birleşmiş Milletler
BoC	:	Bank of Canada
BoE	:	Bank of England
BoJ	:	Bank of Japan
B. Krallık:		Birleşik Krallık
BSMV	:	Banka Sigorta Muamele Vergisi
Çev.	:	Çeviren, tercüman
ÇMKDK:		Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu
ÇSDK	:	Çin Sigorta Düzenleme Komisyonu
CPM	:	Cari-Piyasa-Mali
Der.	:	Derleyen

DİBS	:	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	:	Devlet Planlama Teşkilatı
DSGE	:	Dynamic Stochastic General Equilibrium
DYY	:	Doğrudan Yabancı Yatırım
ECB	:	European Central Bank
Ed.	:	Editör
EPG	:	Eminent Persons Group
ERM	:	Exchange Rate Mechanism
EU	:	Avrupa Birliği
FCL	:	Flexible Credit Line-Esnek Kredi Hattı
FDI	:	Foreign Direct Investment
FDIC	:	Federal Deposit Insurance Corporation
Fed	:	Federal Rezerv Sistemi (ABD merkez bankası)
GOÜ	:	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	:	Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
Hak.	:	Hakkında
Haz.	:	Hazırlayan
IIF	:	Institute of International Finance
IMF	:	Uluslararası Para Fonu
KVDB	:	Kısa Vadeli Dış Borç
KFGA	:	Küresel Finansal Güvenlik Ağı
KOBİ	:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
MFSNs	:	Multilateral Financial Safety Nets
NDTH	:	Net Değişim Ticaret Hadleri

NDV	:	Net Dış Varlıklar
NFSNs	:	National Financial Safety Nets
OPEC	:	Organization of the Petroleum Exporting Countries
PCL	:	Precautionary Credit Line-Önleyici Kredi Hattı
QE	:	Quantitative Easing (Niceliksel/Parasal Genişleme)
RB	:	Riksbank
REEY	:	Riske Endeksli Enflasyon Yönetimi
RFSNs	:	Regional Financial Safety Nets
RGSYH:		Reel Gayri Safı Yurtiçi Hasıla
ROM	:	Rezerv Opsiyonu Mekanizmasını
s.	:	Sayfa
SNB	:	Swiss National Bank
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TAKASBANK:		İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	:	Türk Lirası
TMSF	:	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
t.y.	:	Tarih Yok
UNEP	:	UN Environment Programme
yay.	:	Yayınları
YP	:	Yabancı Para
YPE	:	Yükselen Piyasa Ekonomileri
yy	:	Yüzyıl

GİRİŞ

Dünya, Soğuk Savaşın akabinde mevcut koşullar gereği yeni iktisadi yaklaşımlar ve ekonominin yeniden anlamlandırılmasıyla karşı karşıya kaldı. O dönemdeki uluslararası politik anlayışta meydana gelen değişimler ve teknolojik ilerlemeler bugün içinde bulunduğumuz koşulları çözümleyebilmemizde kilit bir rol üstlenir. 21. asrın şartları, o günün değişimini bugünün bilgisiyle yeniden kavranmasını gerekli kıldı. Bilhassa küreselleşmenin taşıdığı olguların itici gücüyle gelişen yeni uygulamaların doğurduğu problemleri iyileştirme çabaları, geçmiş anlamamızda yeni bir pencere aralayarak, temel iktisadi kavramların ve stratejilerin ele alınışında muhataplarına daha geniş bir perspektif sundu. Soğuk Savaş öncesi uluslararası politik ilişkilerin ve ilkelerin dayanakları yerini peyderpey küreselleşmenin müphem dinamiklerine bıraktı. Ulusların topyekûn tek bir tarafmış gibi kabullenildiği bu safhada, başına “yeni” eklenen kavramlar toplumların davranışlarına tarihsel anlamda hızlı sayılabilecek bir seyrinde nüfuz etti. Bu kavramlar toplumsal refleksleri ve davranış modellerini etkilerken, toplumları da çözümlenmeyi bekleyen yeni sorunlarla karşı karşıya bıraktı. Küreselleşme ulusların kaderinin seyrini değiştirmeye hazırlanırken, bir yandan da rüştünü henüz ispatlamamış “Uluslararası” kavramı hızla gelişimini sürdürmekteydi. Uluslararası ifadesi ilk kez Jeremy Bentham tarafından 1780’lerde kullanıldı.¹ Terimin literatürde ilk kullanımı ise 1944 yılı Reiser ve Davies tarafından gerçekleşti ve 1961 yılında Webster’ın sözlüğünde, 1986 da ise Oxford’un İngilizce sözlüğünde ilk kez yer aldı.² Uluslararası kavramı ile ilgili durum böyle iken dünya henüz uluslararasılaşmayı kavrama evresinde doğrudan küreselleşmenin entegrasyonuna odaklanmak durumunda kaldı.

Kapitalizmin, piyasa kavramı içinde vücut bulan ve en temel yapısal özelliklerinden kaynaklanan kendini yayma eğiliminin (sistemin doğasının ve sermaye birikiminin ulusalın dışına çıkmaya dönük yatkınlığının) toplumların tüm buhranlara

¹ James E. Crimmins, “Jeremy Bentham”, **Stanford Encyclopedia of Philosophy**, 2015, (Çevrimiçi) <http://plato.stanford.edu/entries/bentham/>, 01.03.2017.

² Dilip K. Das, **Two Faces of Globalization: Munificent and Malevolent**, UK, Edward Elgar Publishing, 2009, p. 1.

ve tekrar eden krizlere rağmen tercihini ısrarla yine de kapitalizmden yana kullanmasında tek başına makul bir gerekçe olmadığı açıktır. Her seferinde bir öncekinden daha büyük bir depresyonla karşılaşılmasına rağmen ve tahribatı kestirilemeyen, kontrolü gittikçe zorlaşan idari sürecin nasıl olup da sistemsal olarak aynı düzen üzere bu denli sabit kalabildiği yıllardır muhataplarını meşgul etmektedir. Bu sorunsala küreselleşmenin de etkileriyle birlikte kapitalizmin yayılmacılığı ile sermaye arasındaki ilişkiye paranın rolü de eklenince kapitalizmin para yönetimi ile olan ilişkisi toplumların tercihlerinin belirleyici unsurları arasında yerini almıştır. Buradan hareketle gelişen her kriz beraberinde krize sebep olan unsurlarla tercih edilen iktisadi sistemin paradigmalarını karşı karşıya getirerek, hem krizin gerekçeleri hem de krizin iyileştirilmesinde başvurulacak yöntemlerin olası bir değişimin habercisi olup olamayacağına odaklanılmasına sebep olmaktadır.*

Gelecek iktisadi yenilikler ile hem kurumsal dönüşümler hem de yeniden yapılanmanın getireceği siyasi ve sosyokültürel etkileşimler beraberinde toplumsal bir takım endişelerin gelişimine kaynaklık etmektedir. Çünkü yenilik değişimi, değişim ise toplumun yeni belirsizlikleri yüklenmesi riskini taşımaktadır. Bir geçiş süreci olan küreselleşmenin getirdiği kavramların gelişimiyle, küreselleşme sonrası evrede de yeni bir tanımlanma aşamasından geçilmeye çalışıldığı gözlenmektedir. Geçiş sürecinde yaşanan krizlerin (tüm geçiş süreçlerinin ortak özelliği olarak) sistemin bir tür doğal karakteri olduğu yönündeki hâkim kabullenme eğilimine karşın, esas belirleyici olan bu krizlerinin yarattığı toplumsal tahribatın yanında gelişen değişimin ve dönüşümün özgünlük derecesi olacaktır. Temel girdisi bilgi olan ve beşeri sermayeye büyük önem atfeden dijitalleşmiş yeni ağ ekonominin Soğuk Savaş sonrası geldiği nokta, iktisadi faaliyete konu olan girdinin -bilginin- yapısından kaynaklı olarak “bilginin” etrafında biçimlenen iktisadi kültürün değişimidir ve bu ekonomi (yeniden şekillenen bir küresel kapitalizmin gerçekleriyle) nihayetinde yine de “Küreseldir”.

* Thomas Kuhn krize maruz kalmış bir paradigmanın varlığının ilgili paradigmanın uygulayıcıları tarafından terk edilmiş olmasına bağlar. (Thomas S. Kuhn, **The Structure of Scientific Revolution**, USA, The University of Chicago Press, 1970.)

Soğuk Savaşın eski cepheleri yerini küreselleşmenin etkileri ile ulusal kimliklerini muhafaza gayretine giren toplumların ekonomik ve sosyo-kültürel kutuplaşmalarına bıraktı. Beklenen ekonomik büyümeye karşın derinleşen eşitsizlikler yalnızca az gelişmiş ülkeler düzeyinde kalmayıp, gelişmiş ekonomilerin de kendi içlerindeki ulusal bölüşüm sorunları ile mücadelesini doğurdu. Az gelişmiş ekonomilerin hareket kabiliyetini kısıtlayan hegemonik unsurlar, bu toplumların içinde kayırılmış egemen sınıfların oluşmasına sebep olup, bölüşümdeki adaletsizliğin taşıyıcılığını bu sınıflara yükledi. Dolayısıyla, ülkelerin birbirlerine yaklaşp, refahın yayılacağı fikri bir iyi niyet söyleminin ötesine geçemedi. Ülkeler arası gelişmişlik düzeyi farkları daha da büyürken, sosyo-ekonomik uçurumlar derinleşmekte ve toplumlar, yıkıcılığının etkisinin kestirilmesi dahi mümkün olmayan bir kurguya mahkûm bırakılmaktalar. Tüm bu gelişmelerin temelinde küreselleşme bir sonuç mu yoksa sebep mi tartışmaları onlarca yıldır sürerken, kuşkuları netleştiren ve sonun başlangıcını hızlandırabileceği düşünülen 2008 küresel krizi vuku buldu ve bu kriz sisteme dair sorguların artmasında önemli bir milat vazifesi gördü. 2008 krizi ile yaşanan kırılma sonrası, hâlihazırda zaten yapılanma sürecine çoktan girmiş olduğuna inanılan ekonomik kuramların bu sefer başka bir vizyonla tekrar by-pass edilmesi gündeme geldi. Kimileri için küreselleşme tamamlanmıştı ve o geçiş dönemi miadını doldurup sistem kılıf değiştirmek gibi bir süreçten değil, gerçek bir olgunlaşma evresinden geçiyordu.

Gelinen süreçte 21. yy ile dünün küreselleşme destekçileri mevcut sistemde oluşan çelişkilere yönelik yapısal unsurları hedefleyen düzenlemelere yöneldiler. Ekonominin mevcut kuramlarının sunduğu geçen yüzyıla ait çözümlerle bugünün sorunlarının iyileştirilemeyeceği olasılığında yeniden şekillendiğine inanılan iktisadi yapının koşullarına ve bu koşulların paranın uluslararası hareketinde meydana gelen tıkanıkları gidermesi adına paranın küresel yolculuğunda ona yeni “meşru” yollar açma becerisine odaklanıldı. Böylelikle parasal sermayenin küresel hareketinde oluşan güçlüklerin kapitalizmin gelişim evresini olumsuz etkileyecek güce sahip olması kabulü para ve parasal unsurlara fazlasıyla konsantre olunması sonucunu doğurdu. Marksist doktrin için kapitalizmin bir tür zafiyeti olarak nitelendirilen bu durum,

hâkim ana akım iktisat eğiliminde kapitalizmin doğası gereği oluşan bir süreç olarak nitelendirildi.

Kapitalizmin bu aşamasında kurumsal yapısındaki değişimler ile merkez bankalarının konumuna ve işleyişine de sirayet eden uygulamaların gelişmeye başladığı, paradigma değişimi savunucularının temel argümanları arasında yer almaktadır. Bunlar ulusal ekonomilerin uluslararası risklerden kaynaklanabilecek kırılganlıklarını güçlendirme ve erken uyarı sistemlerinin yeniden kurgulanarak gelecek krizlerin engellenebilmesi adına küresel realiteler çerçevesinde geliştirilmiş yeni yaklaşımlar olarak sunulmaktadır.

2008 küresel krizi ile gelişen kırılma sonrası paranın işlem biçimlenmesi karşısında iktisadi yapıya yönelik değişimler ile global iktisadi mimaride işlem gören paranın küresel hareketleri ekseninde yeni bir kapitalist anlayış yerleşmekte olduğu iddiaları 20.yy.'ın hâkim iktisat paradigmalarının değişime maruz kaldığı kabulünde gelişir. Bu değişim kanaati ile de merkez bankası ve bankacılığının yerleşik algısını ve işlevlerinin farklılaşması beklenmektedir. Sistemde yaşanan 21. yy'ın bu ilk kırılması bir yönüyle iktisadi değişimin paradigmalarından yola çıkarak mevcut sistemik farklılaşmanın sosyo-iktisadi sorgusunun yapılmasını elzem kılmaktadır. Böylelikle kapitalizmin dünü ve bugünü arasındaki bağın idrakine dönük bir adım daha atılmış olmaktadır.

İlgili zeminde kapitalizmin 21. yy'daki yeni evresi post-emperyal yapının bir sonucu veya zaten hiç son bulmamış olan emperyalizmin bir tür gelişmiş hali şeklinde de değerlendirilmektedir. Her iki koşulda da değişmeyen durum ise kapitalizmin kendini güncelleyerek, kendisine yeni yaşam alanları açmaya devam edebilme yeteneğini yani sürdürülebilirliğini ispatlıyor olmasıdır.

Emperyalizmin hala etkin olduğunu savunan görüş son yüzyılın emperyal gücünün ağırlıklı olarak endüstriyel sermayenin yönetiminde değil, uluslararası finansal sermayenin egemenliğinde varlığını sürdürdüğüne inanır. Ulusal düzeyde bağımsızlığa haiz olan merkez bankalarının para politikası yönetiminde hangi küresel unsurlarla, nelere bağlı olmak durumunda bırakıldıkları, uluslararası finans

sermayesiyle olan ilişkilerin neden tam bağımsız bir merkez bankasına izin vermediği ve tersi pozisyonda ne gibi risklere maruz kalınabileceği küresel sermayenin etkilerine dair başlıca inceleme alanlarını oluşturmaktadır. Öyle ki meşru siyasetin sınırlarını aşan unsurlar ile bunların bir sistem olarak kapitalizmle mevcut bağlarında neoliberal iktisat politikalarını güdüleyen faktörlerin izleri yer almaktadır. Dolayısıyla böyle bir ilişkilendirme incelenen konunun merkez bankalarının bağımsızlık sorgusu ile kısıtlanamayacak, daha geniş çaplı bir alanının tahlili ile ele alınmasını zorunlu kılmaktadır. Zira sosyo-politik bir terim olan emperyalizme yönelik algı ve davranış bütünü (tıpkı para, işlem ve merkez bankası terimlerinde olduğu gibi) iktisadi bir terim olan kapitalizmin yapısal değişimi ile birlikte şekillenmektedir. Çağın gereklerine göre yeniden şekillenen emperyalizm (kapitalizmin bir üst iktisadi modeli olması yerleşik algının dışında) kapitalist ekonominin piyasa ve sosyal yapıya dair tepkilerinin idrakinde sosyo-politik bir unsur olarak bulunmaktadır. Kapitalizm her gömlek değiştirdiğinde emperyalizm kendine yeni bir güç ve etki alanı yaratmaya başlar ve iktisadi dönüşümlerin sosyo-iktisadi ve siyasi görüntüsünü yansıtır. Buradan hareketle, kapitalizmin gelişim evrelerinin emperyalizm algısı ve işleyişindeki yansımaları ile küresel sermaye unsurlarına atfedilen önem özelinde parasal tercihler ve merkez bankacılığı uygulamaları bu karşılıklı etkileşimi somutlaştırılabilmektedir.

Buradan hareketle krizlerin etkisi başta olmak üzere kapitalizmin yıllar içindeki kurumsal ve yapısal unsurlarının gelişimi ile her seferinde yeni bir sistem ile değil kapitalizm çevrimleri ile karşılaştığı görülmektedir. Bu süreçte 2008 krizinin çıkış nedenleri ve krizden çıkarılması gereken dersler de bu çevrimler ile açıklanabilen bir kapitalizm evresini işaret etmektedir. Ancak hâkim neoliberal iktisat paradigmalarının gölgesinde, beklenmeyen devlet müdahaleleri ile 2008 krizine neden olan gerekçeler, durgunluğun giderilmesine dönük başvurulmuş uygulamalar ve düzenlemeler hem ayrı ayrı ve hem de bütüncül olarak olası bir paradigma değişimin varlığına dair deliller olabilmesi iddialarına maruz bırakılmaktadırlar. Burada, bir yandan da sıklıkları artan krizlere dikkat çekilerek, ilgili evrenin paradigmatik bir değişimin gereklilikleri ile açıklanabileceği ve 2008 deneyimlerinin sıradan bir krizinin ötesinde, kapitalizmin belirleyici kurumsal unsurlarına sirayet edebilecek güçteki bir değişimi temsil ettiği görüşleri yer almaktadır.

Bu doğrultuda tezin temel hedefi, 2008 krizi etkisinde uygulana gelen tedbirlerin ve merkez bankacılığı tercihlerinin iktisadi sistemin yapısal özelliklerinde kurumsal bir değişime gerekçe olabilme etkisinin araştırılmasıdır. 2008 krizinin parasal iktisat etrafında şekillenmekte olan yeni bir kapitalist anlayışa zemin hazırlamış olma durumunu ve merkez bankacılığının politika yaratma yetkisinden hareketle iktisadi sistem üzerinde işlevsel bir değişimin gelişip gelişmediğini görebilmek amaçlanmıştır. İlgili hedef dikkate alınarak tezin omurgasının oluşturulmasında ise “2008 krizi etkisinde merkez bankacılığının para yaratma işlevinde paradigma değişimi gerçekleşmiştir” varsayımı dikkate alınmıştır.

Olası bir sistemik farklılaşmanın takip edilebileceği somut alan olarak merkez bankacılığına dönük gelişmelerin tercih edildiği tezin araştırma safhaları, öncelikle tarihsel süreç analizi üzerinden incelemeye dâhil edilecek unsurların sınırlarının belirlenmesi ile başlatılmıştır. Araştırmanın merkez bankacılığı eksenli ilerlemesinde ise 20. yy’ın başından bu yana deneyimlenen parasal gelişmelerin ve kriz dönemlerindeki para politikalarının küresel ekonomi üzerindeki rolü etkili olmuştur. Bu doğrultuda parasal gelişmelerin ve bunların idari sürecinin zaman içinde artan tesir alanının kapitalizmin aşamalarına ve iktisadi krizlerin gelişimine dönük etkilerine odaklanılmıştır.

Bu temelden yola çıkarak tezin ilk kısmında kapitalizm ve kapitalizme dair kurumsal unsurların özellikle sermaye birikimi odağında gelişimi ve bunu takiben, ilgili unsurların ekseninde gelişen kriz deneyimleri incelenmiştir. Akabinde 2008 krizinin gelişim ve iyileştirme süreçlerinin tahliline zemin hazırlayacak temel kavramlara değinilmiştir. Burada paradigma ve paradigma değişimi kavramları dikkate alınarak, 1929 krizi ve yakın dönem finansal krizlere odaklanılmış ve geçmiş kriz deneyimlerinden iktisadi sistemin belirleyici unsurları üzerinde vuku bulmuş paradigma değişimleri incelenmiştir. Böylelikle bu bölümde krizlerin kapitalizmle olan bağı kapitalizmin kurumsal unsurları üzerinden sorgulanırken, son dönem gelişmeler özelinde neoliberal kapitalizmin paradigmasının güncel krizler ile ilişkisi sosyo-iktisadi unsurların da dâhil olduğu bir perspektifte ele alınmıştır.

Tezin ikinci kısmı ise 21. yy'ın 2008 krizi sonrası iktisadi yapısındaki parasal gelişmelerin ve para yönetimine dair tercihlerin çeşitli ülkelerin yaygın uygulama örnekleri üzerinden incelendiği alandır. Böylelikle seçili ülkeler ve vakalar özelinde kriz sonrası farklı para politikası uygulamalarının sonuçları gözlenebilmiştir. Merkez bankacılığının 2008 deneyimlerinden elde edilen edinimler, bu edinimlerin sahip olduğu aksaklıklar ve yine edinimler çerçevesinde sermaye güvenliği kavramı içinde paranın takibi noktasından hareketle parasal müttefiklik, güvenlik çemberi ve ulusal paranın güvenliği konularının gelişimi gözlenmiştir.

Tezin ikinci kısmında elde edilen veriler çalışmayı, merkez bankasının para politikası etkinliğine taşımıştır. İkinci kısımda incelenen müdahale sınırları genişletilmiş iktisat politikalarının birer uzantısı olarak merkez bankalarının para yaratma işlevi özelinde merkez bankacılığının politika yapıcılığı fonksiyonuna dair tartışmalar tezin üçüncü kısmında gerçekleştirilmiştir. Bu alana öncelikle merkez bankası ihtiyacının Fed'in tarihsel gelişim süreci ile örneklendirilmesiyle giriş yapılmış ve ilerleyen tartışmalarda ilgili örneğin günümüzdeki yansımaları dikkate alınmıştır. Hükümetlerin müdahale sınırlarını genişlettikleri merkez bankacılığı uygulamalarından paranın yaratılması sürecinde merkez bankalarının politika etkinliğinin geçmişle mukayesesinde paradigma değişiminin izleri aranmıştır. Tezin bu son kısmında elde edilen veriler ile tarihsel sürece dayalı somut analizler birleştirilerek iktisadi bir kırılmaya sebep olabilecek paradigmal değişimlerin varlığı ile bunun olası sınır ve sonuçları tartışılmıştır. Buradan hareketle günümüz merkez bankacılığındaki âdemi merkeziyetçi yönetim tercihinin küresel finansal güvenlik ağı üzerinden parasal sistemin güvenliği konusu ile olan ilişkisine ulaşılmıştır. Özetle, burada kapitalizmin kurumsal unsurlarından ve yerleşik iktisadi algının pratikteki yansımalarından olan âdemi merkeziyetçi yönetim kabulüne dikkat çekilerek, bunun bir uzantısı olarak tercih ve teşvik edilen merkez bankacılığının taşıdığı risklere dair tespitlere de yer verilmiş ve merkez bankacılığının yerleşik algısı ve işlevlerinin farklılaştırmasına dair paradigmal değişimi savının tartışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAPİTALİZMİN BELİRLEYİCİ KURUMSAL YAPISI VE KRİZLER

Kapitalizmin tarihsel süreci ve geleceği salt tek bir bilim dalının inceleme alanına tabi olmayıp, elde edilen sonuçlar farklı bilimsel sahaların birikimleri ile geniş bir araştırma perspektifinde değerlendirilmeyi gerekli kılmaktadır. Bir yanda, 2008’de ve devamında yaşanan iktisadi gelişmelerin kapitalist sistemin nihayete erdiğinin bir delili olduğu iddiaları ile diğer yanda kapitalizmin tüm toplumları peşinden sürükleyecek sosyo-ekonomik nihai bir olgu olduğunu savunan görüşler başta olmak üzere, kapitalizmin geleceği ile ilgili farklı saiklerle şekillenmiş öngörüler ekonominin yanı sıra tarih, sosyoloji, hukuk ve siyaset bilimi başta olmak üzere pek çok bilimsel alanda farklı önceliklerle ele alınmaktadır. Muhtelif görüşler ile kapitalizmin dünü, bugünü ve geleceği konuları adeta sonu gelmez bir tartışma konusu olarak varlığını sürdürürken, tüm bu görüş ayrılıklarına kaynaklık eden yöntemsel ayrımlar iktisadi kriz konusu başta olmak üzere iktisat politikası incelemelerinin kavramsal boyutuna sağlanan katkıları beslemektedir. Tıpkı Weber’in bilinen çağdaş endüstriyel iktisadın gelişimine ilişkin sunduğu ve Protestan inanç ile ilişkilendirdiği³ tezine yöneltilen tüm eleştirilere karşın, bu tezin inceleme alanına sunduğu katkılarda gözlenebileceği gibi.* Dolayısıyla yöntemsel ve yaklaşımsal tüm farklılıklar bir bütün olarak ekonominin ve ilişkili olduğu disiplinlerin gelişimine doğrudan katkı sağlamaktadır. Kapitalizmin gelişimi incelenirken de matematiğin, sosyal psikolojinin, coğrafyanın, teolojinin ve hukukun katkıları başta olmak üzere pek çok bilim dalının disiplinler arası ilişkilendirilmelerinin önemi de burada yatmaktadır. Kapitalizmin zaman içinde

³ Zygmunt Bauman, **Hermenötik ve Sosyal Bilimler, Anlamaya Dair Yaklaşımlar**, Çev. Hüseyin Oruç, İstanbul, Ayrıntı Yay., Eylül 2017, s. 99-116.

* Max Weber dünyada cereyan eden subjektif gelişimleri objektif olarak anlamaya dair metotlar kurgularken sosyal bilimler özelinde evrensel kabullerin oluşması ihtimalini geliştirmiş ve anlamaya dair sunduğu metodolojik çalışmalar ile modern kapitalizmin gelişimi ile rasyonel bilimin bağlantılarını kurmuştur. (A.e.)

gelişen bu durumu kavramsal olarak kapitalizm olgusunun eylemsel (performative) politik düzenlemeler ile eklemlenmesinin bir sonucudur.⁴

Kapitalizmin gelişim evresinin kurumsal alt yapısında yer alan homo economicus birey, görünmez el teorisi, say yasası, fiyat mekanizmasının işleyişi, arz ve talep kanunu, serbest rekabet, üretim faktörlerinin işleyişi gibi unsurlara atfedilen değerler ve bunların önem dereceleri yaklaşımsal ve yöntemsel ayrışmalar sebebiyle ekoller arasında farklılıklar gösterse de temelde bu kavramlar kapitalizmin tüm varyasyonlarının ana saiklerini oluşturmaktadır. Bu saiklerin kesişim noktası olarak ilgili kurumsal unsurları doğrudan etkileyen kamu müdahalesi ise kapitalizmin uygulanma sürecini belirleyen normların başında yer almaktadır. “Laissez-faire, laissez-passer” liberallerinden oluşan iktisadi düşüncenin kamu müdahalelerinin krize yol açan tehlikeleri ihtiva ettiği görüşü, krizleri piyasanın denge unsurlarını zedeleyen ve verimliliğini sekteye uğratan bu müdahalelerin bir neticesi olarak tanımlar. Toplumun “Tabii Kanun” işleyişi içindeki kendi doğal akışında serbest rekabet ve özel mülkiyet unsurları ile ilerleyen yapıya devletin dâhil olması demek kapitalizmin kurumsal normlarının aksatılması demektir. Toplumun refaha erişmesinin önünde ciddi bir engel olarak duran kamu müdahalesinin dışlandığı bu görüş Gülten Kazgan'ın ifadesiyle “*iktisadi liberalizme bir sınıf ideolojisi niteliği kazandırmıştır*”.⁵ Bu örnek üzerinden de görülebileceği gibi kapitalizmin devlet ile olan ilişkisi teoride ne derece en aza indirgenmeye çalışılsa da pratikte devletin ekonomi içindeki payı tümüyle engellenememiştir. Dolayısıyla bireye, devlete, paraya, bölüşüm unsurlarına yüklenen her yeni anlam ile (gerçek ekonominin teorik ekonomiye yaklaştığı sınırdan) kapitalizmin kurumsal yapısı yeniden şekillenmeye devam etmektedir. Bir sistem olarak kapitalizmde gelişen her yeni iktisadi soruna karşı yeni bir kapitalizm beklentisi teşekkül etmektedir ve böylelikle bu beklenti yıllar içinde elde edilen bilgi birikimi ile ekonominin parametrelerinin olası değişimlerine ne derece zemin oluşturup oluşturmadığına da kaynaklık etmektedir.

⁴ Colin Tyler, “Power, Alienation and Performativity in Capitalist Societies”, **European Journal of Social Theory**, Volume 14-26, Issue 2, May 2011, p. 14 (Çevrimiçi) <http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/1368431011403460>, 01.06.2017.

⁵ Gülten Kazgan, **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, Kasım-2000, s.58.

Öte yandan anayasal düzenlemelerin iktisadi sistemlerin kurumsal gelişimi ile doğrudan ve güçlü bir ilişkisi bulunmaktadır. Bu minvalde kapitalizmin kurumsal gelişim evresinde İngiltere örneği ölçücüdür. Kapitalizmin kurumsallığının küresel yansımaları temelinde İngiliz kapitalizmi gelişiminin belirleyiciliği hâkimdir. Büyük Britanya'nın yaklaşık son dört yüz yılı toplumu yöneten siyasi kurumların birbirleriyle olan ilişkilerinin (gerek dayanışma gerek çekişme) bir ülkenin ekonomik büyümesini ve kurumsal değişimini ne denli etkileyebileceğini gösteren örnekleri sunar. Bu örnekler refah, demokrasi ve toplumsal güven gibi unsurların hangi aşamalardan geçerek kapitalizmin kurumsal gelişimi ile uyumlaştığını göstermektedir. 18. yy'ın sonlarında mali sistem ve onun getirdiği krizler, yasama ve yargı yetkilerinin düzenlenmesi, vergi sisteminin otorite yetkisinin düzenlenmesi ve siyasi erkin ilişki ağlarını düzenleyen kurumsallığın güncellenmesi İngiltere'de gerçekleşen iktisadi büyümenin koşulsuz unsurları olduğu ve bu büyümenin ülkedeki “güvenli özel hakları koruma çabasına” katkı sağladığı görülmektedir. Douglass North ve Barry Weingast 1989'daki ortak çalışmasında kurumlar ve hükümetin arasındaki ilişkinin neticesinde şekillenen mülkiyet haklarının güvencesi ve servetin korunması gibi uygulamaların ağırlıklı olarak “kazananların” hedefleri nispetinde olduğunu göstermektedirler⁶. Bu ve benzeri tepkiler kavramların da tanımlanmasında belirleyici olma özelliğini sürdürmektedir.

Kapitalizmin gelişim sürecinin başından bu yana var olan genel stres halinin yaygınlaşma düzeyinin artarak devam etmesi *sonsuz sermaye birikimi* çerçevesinde varlığını sürdürmektedir. Bu süreçte geçmişte en azından bir süre önlenebilmiş olsa dahi başta doğa ile olan ilişkimizde olmak üzere sosyal, kültürel ve teknolojik olarak geniş çaplı intibakları içerecek olası kriz çağrışımlarının ise önüne geçilemediği görülmektedir.⁷ Kapitalizmin tarihsel süreci içinde krizler ve bunalımlarla elde edilen deneyimler, onun kurumsal yapısına dinamizm katmıştır. Sadece krizlerle değil, yapılan düzenlemelerle de uygulamada kapitalizmin kurumsal yapısında zaman zaman

⁶ Douglass C. North, Barry R. Weingast, “Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England”, **The Journal of Economic History**, Volume XLIX, Number 4, December 1989, p.829-81.

⁷ David Harvey, **The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism**, New York, Oxford University Press, September 14, 2010, p. 78.

değişimlerin yaşandığı görülmektedir. Ancak bu değişimlerin ne zaman kapitalizmin bir parçası olarak geliştiği ve ne zaman kapitalizmde paradigma değişimlerine sebep olduğu ise kapitalizmin asıl gelişim evresinin anlaşılmasına hizmet etmek üzere aydınlanması gereken konular arasında yer almaktadır.

1.1. KAPİTALİZMİN BELİRLEYİCİ KURUMSAL UNSURLARI

Modern kapitalizmin temel unsurlarının sermaye stokunun gelişiminde, serbest piyasa ve üretim-yatırım politikaları ile parasal sermayenin küresel hareketlerinde izlenebilmesi mümkündür. Ancak pratikte küresel etki alanı ve hâkimiyet gücü açısından benzerlikler taşımasına rağmen, günümüz kapitalizminin uygulama esaslarına göre bu unsurların kendi içinde önemli ayrımlara maruz kaldığı gözlenmektedir. Bu ayrımlar temelde özellikle makro değişkenlerin önem düzeylerinin farklılaşmasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda birbirinden ayrılan kapitalizm türlerinden biri de kapitalizmin son dönem evrelerini açıklarken, II. Dünya Savaşı sonrası yaşananlara odaklanan kapitalizmdir.* Bu ayrımda kapitalizmin Alman ve Japon uygulamalarını temsil eden ve sosyal piyasa ekonomisini önemseyen tür Avrupa Kapitalizmi olarak anılmaktadır. ABD, İngiltere, İrlanda, Kanada, Avusturalya ve Yeni Zelanda'da uygulanan kapitalizmi temsil eden ve ağırlıklı olarak serbest piyasa ekonomisine yönelmiş kapitalizm türünden ise Anglosakson Kapitalizmi olarak söz edilmektedir.

Alman-Japon kapitalizm modeli ile ABD kapitalizmi gibi egemen kapitalizm deneyimleri ele alındığında, sistemi belirleyen makro değişkenlerin rolleri açısından iki sistem arasındaki temel odak noktalarının farklılıklar sergilediği ve böylelikle her iki tür kapitalizm arasında uygulamada belirgin ayrımlar olduğu görülmektedir. Her ne kadar zaman içinde özellikle 2008 krizine değin, dünyada ABD merkezli Anglo-

* Öte yandan II. Dünya Savaşı sonrası evre krizlerin ve birikim sürecinin gelişimi özelinde öncesi dönemlere göre belirgin farklılıklar içermesi sebebiyle de sınıflandırmada belirleyici bir role sahiptir.

Sakson kapitalizmi uygulamalarının yaygınlaştığı ve bunların Alman kapitalizminin temsil ettiği Kara Avrupası kapitalizmini de etkisi altına aldığı düşünülse de temel uygulama farkları halen varlığını sürdürmektedir. Bu farkların ele alınmasında belirli uygulama örnekleri sistemin işleyişi açısından ayırt edici unsurlar barındırmaktadır. Örneğin finansal sisteme bankaların mı yoksa borsaların mı hâkim olduğu kritik bir göstergedir. Bu bağlamda ülkedeki servetin kaynağının üretimdeki rekabetten mi yoksa spekülasyondaki rekabetten mi geçtiği, o ülkenin mali kaynak sağlamada borsaların mı yoksa bankaların mı tercih edildiğiyle incelenebilir. Eğer 1990’larda ABD ekonomisinde olduğu gibi finansal sisteme bankalar yerine borsa hâkimse, bankalara öncelik tanıyan finansal sistemlerin olduğu ekonomilere nazaran daha hızlı zenginlik elde edilebileceği söylenebilmektedir. Öte yandan, sigortacılık konusu da önemli bir ayrımı sergilemektedir. Kara Avrupası kapitalizmi modelinde sigortacılık genel olarak sigortalanan değerlin güvenliğini sağlamak üzere kurgulanmışken, Anglo-Sakson modelinde ise sigortacılık spekülasyonlara ve kişisel risklere izin veren bir tür pazar faaliyeti gibi yapılandırılmıştır. Krizlere sebebiyet verme derecelerine göre değerlendirildiğinde ise Alman-Japon modeli kapitalizmden ziyade Anglo-Sakson Kapitalizminin küreselleşmenin de unsurları ile finansal krizlerin yaratılmasına daha yatkın olduğu görülmektedir.⁸

Kapitalizm salt bir ekonomik sistem olmasının ötesinde kaçınılmaz bir son haline gelmiş ve kimilerine göre otokrasiye eğilimli bir kimliğe bürünmüştür. Kavramsal özelliklerinin dışında, uygulamada rakipsiz bir güce erişmesi kapitalizmi kendisi ile çelişir hale getirmiştir (zira teorik olarak rekabet, kapitalizmi besleyen en güçlü unsurlardan biridir). Bu durum, Anglo-Sakson Modeli ve German-Japon Modeli olarak gelişirken, kapitalizmin bağlı olduğu temel saiklerin işlerliğinin kendi içinde ne derece aksamadan çalışabildiğine de dikkatleri çekmektedir. Zira her türlü kapitalizmin öncül etmenlerinden olan rekabet ve piyasa kavramlarına tezat şekilde gelişen “küreselleşme süreci ve sonrası” rekabeti de piyasa kavramını sekteye uğrattıcı sonuçlar doğurmuştur. Ulusal ekonomiyi oluşturan tüm faktörler piyasa

⁸ Michel Albert, **Capitalism Vs. Capitalism: How America's Obsession with Individual Achievement and Short-Term Profit Has Led It to the Brink of Collapse**, Trans. by Paul Haviland, New York, Basic Books, 1993, p. 10-16.

aksaklıklarının, yetersiz hukuki düzenlemelerin ve hızla gelişen teknoloji ve modern dünya koşullarının hükmü altındaki karar mercilerinin etkisi eksenindedir. Piyasalardaki yapışkan nominal değişkenlerin refah baskısı üzerindeki tesirleri ile birlikte gelişen tekelci rekabet unsurları başta olmak üzere⁹ ulusal ekonomilerin şekillenmesi ve gelişmesinde etkili olan tüm faktörler aynı zamanda birbirleri ile de etkileşim içinde hareket etmektedir. Bu etkileşim söz konusu faktörlerin (iktisadi faktörlerin yanı sıra hukuki, sosyolojik ve siyasal faktörler de dahil olmak üzere) yapısal unsurlarından kaynaklanan özelliklerce çeşitlenecek çok sayıdaki farklı kombinasyon ihtimalinde gelişmektedir.

Kapitalizmin tarihi süreçte geçirdiği evrelerde birbirini takip eden ticari, sınai ve finansal kapitalizm aşamaları ile mevcut uygulama türlerinin küresel boyuttaki etkileri kapitalizmin sürdürülebilirliği ile ilgili göstergeleri barındırmaktadır. Bir taraftan evrimsel olduğu kabul edilen bu değişimler kapitalizmin çalışma esaslarından rekabet ve piyasa unsurları çerçevesindeki kar amacıyla faaliyette bulunma prensibinde ve ücretli emek unsurlarında teorik olarak temel bir değişikliğe sebep olmamıştır. İlgili aşamada kapitalizmin kendi içindeki değişim serüvenini yapısal bir realiteye bağlayan görüşler, sistemin konjonktürel değişimlere karşı bir uyum yeteneğine sahip olduğunu ve bu yeteneği ile de tarihsel süreçte “evrim geçirerek” varlığını sürdürdüğünü ileri sürerler.¹⁰ Bu bağlamda kapitalizmin gelişim süreci incelemelerinin yalnızca kapitalizmin temel saiklerinden yola çıkarak açıklanma gayreti bilimsel bir açmazın gelişmesine de sebep olma riskini barındırmaktadır. Dolayısıyla kapitalizmin kurumsal unsurlarının gelişiminin aynı zamanda zaman içinde tarihte kendine yaşam alanı bulabilmiş, örneğin Marx’ın kominizim olarak tanımladığı ilişkilerin toplumdaki ekonomik sürece etkileri¹¹ gibi, farklı yaklaşımları barındıran analizlerle ele alınması beklenmektedir.*

⁹ Alex Cukierman, “Keynesian Economics, Monetary Policy and the Business Cycle – New and Old”, **CESifo Economic Studies**, Volume 51, Issue 4, 2005, p.722-723, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1093/cesifo/51.4.697>, 20.04.2019

¹⁰ Niggel Thrift, **Knowing Capitalism**, Sage Publication, India, 2005, p. 3.

¹¹ J.K. Gibson-Graham, **(Bildğimiz) Kapitalizmin Sonu Siyasal İktisadın Feminist Eleştirisi**, Çev. Zeynep Gambetti, İstanbul, Metis Yay., 2010, s.15.

* Marx kapitalizmin kökenlerinde feodal sistemin tarihindeki serf-senyör ilişkisinin ve serbest üretim sürecinin olması kadar sömürgeci olmayan ilişkilerin de yer aldığını belirtir. (A.e.)

Buradan hareketle iktisadın belirleyici parametrelerinden olan sermaye unsuru, merkezileşme (âdemi merkeziyet) ve ekonomik denge kavramları aynı zamanda küresel kapitalizmin belirleyici makro değişkenleri arasında yer alan başlıca unsurlar arasında yer aldığı görülmektedir. Küresel kapitalizmi şekillendiren temel değişkenler arasında yer alan sermaye stokunun yapısı ve bu stokun birikim süreci ana akım iktisat açısından kritik bir öneme haizdir. Ancak literatürdeki bu eğilime rağmen gelişmekte olan ve az gelişmiş-gelişme yolundaki ekonomiler için ileri sürülen teoriler ve büyümeye yönelik çözüm önerilerinin her koşulda başarılı olmadığı da görülmektedir. Sermaye kavramı kadar kapitalizmin şekillenmesinde dikkate alınan diğer bir temel kurumsal unsur olan ekonomik denge kavramı ise 21.yy kapitalizminin en belirgin sonuçları arasında gösterilen borç ekonomisi kavramı ile doğrudan ilişkilendirilebilen temel bir unsurdur. Son olarak zaman içinde tarihte kendine yaşam alanı bulabilmiş ve kapitalizmin temel kurumsal unsurları arasında yer alan bir diğer iktisadi unsur ise âdemi merkeziyetçi yönetim modelidir. Kamu yönetiminin her alanında olabildiği gibi ekonomi yönetimi özelinde de âdemi merkeziyetçi bir tercih günümüz kapitalizm uygulamalarında sistemin vaz geçilmez unsurlarından biri olarak nitelendirilebilmektedir.

1.1.1. Sermaye Birikimi

Kapitalizmin ilk gelişim döneminin temelini oluşturan ticari faaliyetlerin sınırötesi yükselişi ile tüccar sayısını ve servet birikimini tetikleme ve beraberinde artan sermaye birikimi, günümüz gelişmiş ekonomilerinin temel dinamiği olarak kabul edilmektedir.* Temelde ise kapitalist sistemin büyümesinin kaynağı karın ve artı değerın sürdürülebilirliğine bağlıdır.

Dünyadaki birikim sürecinin binlerce yıllık bir aşamaya tekabül etmesi bir yana, modern kapitalist dönemin içinden geçtiği birikim sürecine yüklediği anlam

* Bu gelişim süreci salt iktisadi bir yaklaşımla açıklanamayacak kadar derindir. Kalkınmışlık düzeyleri yüksek ekonomilerin gelişim süreçleri ve geçmişte dünyanın doğusundaki ülkelerde değil de bu ekonomilerin bilhassa Avrupa’da yer alıyor olmaları (ve dolayısıyla batı ülkelerinin ekonomik büyüme yarışında sahip oldukları ayırt edici konumları) pek çok farklı disiplinin inceleme alanını teşkil etmektedir. Dolayısıyla küresel sermayenin gelişim sürecinin anlaşılmasında konuya dair mevcut iktisadi analizlerin yanı sıra disiplinlerarası yaklaşımları da dikkate almak gerekmektedir.

diğer tüm zamanlardakinden daha belirgindir. Ancak bu durum tersten yapılan bir okumada doğal bir gelişim evresinin kapitalizme sunduğu olanaklar olarak da yorumlanabilir. Bu sebeple kapitalizmin zaman içindeki teorik kavramsal evrimi ile uygulamadaki mevcut yapısal düzenine erişimindeki geçen süreç zaman içinde elde edilen her yeni bilgi ile gelişen yeni saiklerle tekrar ele alınmalıdır. İnsan davranışlarının incelenmesinden, toplumsal meselelerin dününü, bugününü ve yarınını kavramaya kadar pek çok alana ışık tutacak izlerin geçmişteki birikim süreciyle direk bağlantılı olması tarihsel bir ön kabulün bir adım ilerisine taşınmak durumundadır. Bu da eldeki tüm ön kabullerin hükmünden sıyrılarak yapılacak yeni analizler ile mümkündür.

Kapitalizmin temel unsurlarından olan sermayenin oluşumu ve gelişimine dair yaklaşımlar, bugün eldeki sermayeye bağlı unsurların alt yapısına, dolayısıyla da kapitalizmin gelişim sürecinin anlaşılmasına katkı sağlamaktadır. Bu doğrultuda, eldeki veriler ışığında kapitalizmin doğuşu ve gelişimi süreçlerinde bir takım oluşum problemlerinin* yaşanmış olma olasılığı ile karşılaşılmaktadır. En azından bugün için eldeki tarihi veriler bize bunun aksini gösterememektedir. Bu sebeple küresel kapitalizm açısından sermaye kavramına değinmeden evvel, salt bir olgu olarak değil de öncelikle bu kavramın olabilecek en erken etkilerinin görüldüğü zamanlar ele alınmalıdır.

Kapitalizmin ilerleyişi ve Avrupa'nın iktisat tarihi dikkate alındığında 1000'li yılların başından itibaren hızla yayılan ticaretin, 16. yy'ın başlarından itibaren gelişen endüstrinin ve (sermaye birikiminde de yaşanan değişimler ile) dünya üzerinde ticari ağırlık merkezinin değişiminin modern anlamdaki kapitalist gelişmenin kırılma dönemlerini oluşturduğu görülmektedir. Ticaretin büyümesi için gerekli olan para arzı artışı ve ücretlerdeki hızlı yükselme sonucu artan enflasyonun ücretler ve fiyatlar arasındaki dengesizliği tetikleyip daha fazla kâr oranı ve hızlı sermaye birikimine yol açması Earl Hamilton için kapitalizmin ilerlemesinin en temel esaslarından biridir.

* Milli sermayenin tanımına yönelik sorunlar, yerli ve milli sermaye arasındaki farklar, sermayenin yerleştirilmesi ile milli sermaye stoku yaratma sisteminin oluşturulup oluşturulamayacağı konusu ve geliştirmekte olan ekonomilerde milli sermayeyi yabancı yatırımın doğurması gibi konular bu problemlerin başında yer almaktadır.

Hamilton, fiyat-ücret dengesizlikleri ile ücretli kesimin gelirlerini feda etmek zorundan kalmasının, bu kesimin maddi gelişmenin bedelini üstlenmelerine sebep olduğunu düşünmektedir.¹² Kısaca, kapitalizmin gelişmesindeki sermaye birikiminde işçi sınıfının gelirlerinden verdiği tavizlerin sisteme sunduğu katkılara dikkat çekilmektedir. Bu konudaki bir diğer tez ise Weber tezi olarak anılır. Bu tez Kuzey Avrupa'nın ticari başarısını Protestanlığa ve Avrupa'daki mevcut sosyal yapının etiğinin ticareti geliştirici yapısına dikkatleri çeker. Her iki tez de kapitalizm tarihi incelemelerinde sayısız yorum ve eleştiriyle karşılaşmıştır.¹³ Marx ise 16. yy'da sermaye büyümesine ve burjuvanın doğuşuna Avrupa'ya Amerika'dan gelen madenlerin dolaşımdaki altın ve gümüş oranını artırarak bunlarının değerinin diğer mallara oranla düşmesi karşısında halen işçilere aynı miktarda ücret ödenmesi sonucu aynı miktar parayla bundan böyle daha az mal alınabilmesinden dolayı aslında gerçek ücretin düştüğünü yazmıştır.¹⁴

Klasik okul için sermaye birikiminin kaynağı tasarruftur. Kârın birer fonksiyonu olan tasarruf ve yatırımın sahipleri olan sermayedarların sermayelerini “biriktirebiliyor” olmalarının gerekliliğinden ötürü, ekonominin gelişiminin önündeki en temel unsur sermayenin “birikebiliyor” olmasıdır. Sermaye stokunun gelişmesi kapitalist girişimcinin tasarruf ve yatırım etkinliklerine bağlı olduğu için sermayedar klasik kapitalist sistemin en önemli toplumsal sınıfını teşkil eder.¹⁵

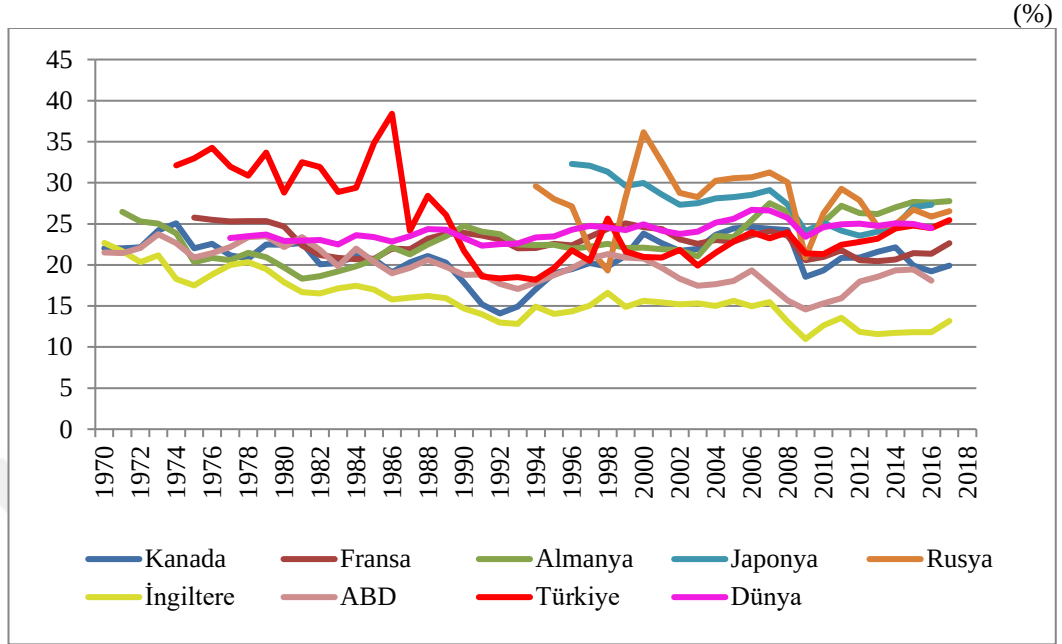
¹² David Landes, **Kapitalizmin Doğuşu**, Çev. Süleyman Erol Gündüz, İstanbul, İnsan Yay., 1995, s. 57-63.

¹³ Landes, **a.g.e.**, s. 7-18.

¹⁴ Landes, **a.g.e.**, s. 59.

¹⁵ Kazgan, **a.g.e.**, s.90-91.

Grafik 1.1.: Seçili Ülkelerde Tasarrufların GSYH'ya Oranı



Kaynak: World Development Indicators, Dünya Bankası ve OECD.Stat, 2018.

Klasikler, sermayenin birikimini kâr haddine bağlamışlardır. Kâr haddinin düşmesi durumunda azalan tasarruflarla birlikte sermaye birikimi de düşmeye başlayacak ve hatta tamamen durma noktasına gelecektir. Dolayısıyla klasik iktisatçılar için tasarruf ve kâr haddi sermaye birikimini belirleyen başlıca unsurlardır.

Sermaye birikimi kavramı neoklasik iktisat nazarında ele alındığında ise temel olarak klasik iktisattan ayrıldığı değer kavramı dışında, sermaye birikimi konusunda genel olarak ciddi bir fikir ayrımı görülmemektedir. Dolayısıyla neoklasiklerin de tıpkı klasik iktisatçılar gibi bireyin kâr ve dolayısıyla sermaye birikimi yaklaşımlarına yönelik görüşleri benzerdir. Ancak bazı neoklasik iktisatçıların kapitalizmin temel saiklerine bağlı olmaksızın yaptıkları tanımlamalar da yok değildir. Örneğin Böhm-Bawerk özel mülkiyeti, bireysel girişimi ve piyasa ekonomisini kapitalizmin temel kurumsal unsurlarını teşkil eden öğeler olarak kabul etmez ve kapitalizmin sözü edilen unsurlarla kurumsal bir yapıya sahip olduğu fikrini reddeder. Sermaye kavramı ise üretim aracı ve faiz geliri ile ilişkilendirilerek ele alınır.¹⁶

¹⁶ A.e., 151-152.

1.1.1.1. Çağdaş Birikim Süreci

Günümüze değin süregelen ve II. Dünya Savaşı sonrası içine alan çağdaş birikim dönemi 1929'dan sonraki gelişmeler ile şekillenen iktisadi yapının bilhassa büyüme sürecini etkileyen başlıca unsurlar arasında yer almaktadır.

Gelişimi itibariyle modern kapitalizmin üretimden çok ticaret ve finans üzerinden gelişme göstermesi ve karının başlangıçta ticaret cephesinde yoğunlaşmış olması kapitalizmin önemli bir özelliğini göstermektedir. Ortaçağ ekonomisinde yeterince gelişen ticari kapitalizmin ilerleyişinin kapitalizmi endüstriyel bir boyuta taşınmasındaki katkıları tarihçiler açısından beklenen bir gelişmedir. İlerleyen zamanlarda ise hızla gelişen finans kapitalizmi, araştırmaları bambaşka bir noktaya ulaştırır ve artık yoksulluğun üstesinden nasıl gelineceği ile endüstrileşmiş, varlıklı ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin nasıl yakalanacağı kaygısının bir tezahürü olarak nitelendirilir.¹⁷

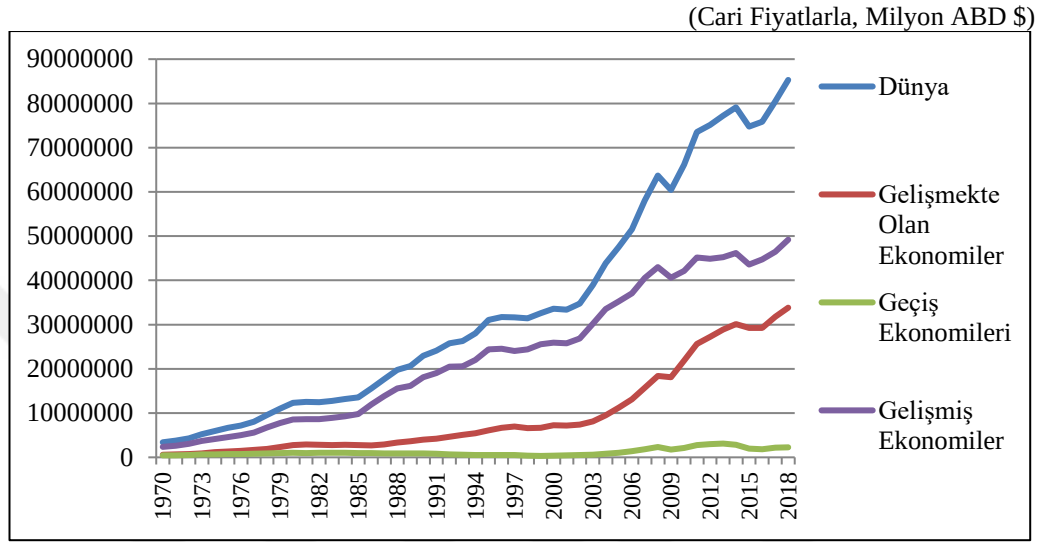
İktisadi büyümenin en önemli tetikleyici unsurlarından biri olarak kabul edilen sermaye birikimi kavramı bir üretim biriminin belirli bir periyoddaki mal ve hizmet üretebilme kapasitesini temsil etmektedir. Modern anlamıyla sermaye kavramı ise ekonominin mal ve hizmet çıktısından elde edilen nakit akım ve bunları üretmek için kullanılan sermaye donanımı ile finansal varlık olarak tutulan servet birikimine kadar uzanan geniş bir alanı temsil etmektedir. Beklenen şekliyle iktisadi bir faaliyet ise sermaye varlıklarının biriktirilmesi ve yenilenmesini mümkün kılan bir lokomotif niteliğindedir.

Bu modern form geçmişte olmayan bir finansal sermaye deneyimi ile güncellenmiştir. Ekonominin üretken kapasitesinin finansal varlıklar üzerinden tüm sermaye unsurlarının, yeni zenginlik şekilleri elde etme hedefi, bankalar başta olmak üzere mevcut finansal yapıdaki araçların kaldıraç gibi geliştirilebilir finansal mühendislik yöntemleriyle de kendisini göstermektedir. 2010'da küresel sermaye, son yirmi yılda üç kat artarak 600 trilyon doları aştı ve bunun 2020 için 900 trilyon doları

¹⁷ Landes, **a.g.e.**, s. 25-26.

aşması tahminleri de gerçeği yakaladı.* Günümüzde toplam finansal varlıklar ise tüm malların ve hizmetlerin küresel çıktılarının değerinin yaklaşık on katıdır.¹⁸

Grafik 1.2.: Toplam Küresel Sermaye Birikimi



Kaynak: UNCTAD, 20.03.2020.

Sonuç olarak sermaye kavramının zaman içindeki birikim sürecinin, iddia edildiği üzere ülkelerin bugünkü iktisadi güçlerine sunduğu katkı henüz gelişme yolunda olan ülkeler için bir dezavantaj faktörü olduğu görülmektedir.

1.1.1.2. Sermayenin Hareketliliği, Yoğunlaşması ve Rekabet

Ulusal sınırların dışında fon giriş çıkışları şeklinde gerçekleşen küresel sermaye hareketleri¹⁹ kapitalizmin tüm aşamalarındaki kurumsal vasıflarının belirleyici unsurlarından biri olmuştur. Birinci Dünya Savaşı sonrasındaki süreci kapsayan kapitalizmin üçüncü aşamasına Sombart “Geç Kapitalizm” adını vermiştir.²⁰ Marksist doktrin ise bu süreci Rudolf Hilferding ile birlikte 1910’dan bu yana “Finans

* Bkz. Ekler: Ülke Gruplarına Göre Yıllık Toplam Küresel Sermaye Birikimi I ve II.

¹⁸ Karen Harris, Andrew Schwedel, Austin Kim, “**A World Awash in Money: Capital Trends Through 2020**”, Bain & Company, 2012, p. 3-4, (Çevrimiçi) <http://www.bain.com/publications/articles/a-world-awash-in-money.aspx>, 20.10.2017.

¹⁹ “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, **International Monetary Fund**, November 14, 2012, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>, 01.12.2017.

²⁰ Werner Sombart, **Economic Life in the Modern Age**, Ed. Reiner Grundmann, Nico Stehr, Taylor and Francis, 2001, p.25.

Kapitalizmi” olarak nitelendirmeyi tercih etmiştir.²¹ Ticari kapitalizm, endüstriyel kapitalizm, finans kapitalizmi, refah kapitalizmi, devlet kapitalizmi ve nihayetinde küresel kapitalizm²² olarak yapılan sınıflandırmalar kapitalizmin sahip olduğu süreçler özelinde mevcut krizlerin ve sermayenin zaman içinde geçirdiği kavramsal gelişmeleri de yansıtır. Böylece ilgili yapı zamanın şartlarına göre sermaye-kapitalizm ilişkisinin seyrinin izlerini de taşımış olmaktadır. Bahse konu bu süreçlerde sermayenin sınır ötesi hareketleri ve para sermaye, üretici sermaye ve meta sermaye olarak şekillenen farklı görünümdeki sermaye formları, toplam sermayenin küçük bir azınlığın denetiminde kalması sonucunu doğurmuştur. Bu ise farklı sermayelerin aynı denetim altında toplanması yani merkezileşmesi ile *sermayenin yoğunlaşması* durumunu geliştirmiştir.²³ Bu da oligark unsurların piyasa dengesini bozacak şekilde kapitalizmin asli unsurlarından olan serbest rekabetin aleyhine gelişme göstermesine sebep olmaktadır.

1.1.1.2.1. Sermayenin Hareketliliği

Sermaye birikimi ile doğrudan ilişkili olan para sermayesinin küresel hareketleri ve makroekonomiye etkilerine bakıldığında paranın bugünkü tanımından biraz uzağa, 16. ve 17. yy’daki anlamına gidildiğinde, bugün de hala geçerli olan bir yargı ile karşılaşılır. Para kapalı ve aktif olmayan bir sisteme girdiğinde kendine iki şekilde hayat alanı açar. İlki güçlü para eylemidir ki eğer para güçlü ve uluslararası pazarlığa konu edilebilmişse sınırlarının dışına çıkmayı başaracaktır. Eğer para salt itibari bir sembolden başka bir şey olmayıp, dâhili bir para özelliği sergiliyorsa ve güçlü para ile ilişkileri de istikrarlı değilse kriz eğilimleri yüksek bir para olacaktır.²⁴

Sermayenin uluslararası hareketliliğinin takibi uluslararası borçlanma göstergelerini yansıtan gerçekleşmiş sermaye ihraçları üzerinden yapıldığında 19.

²¹ Michael Hudson, “Financial Capitalism v. Industrial Capitalism”, **Contribution to The Other Canon Conference on Production Capitalism**, Oslo, September 3-4, 1998, (Çevrimiçi) <http://michael-hudson.com/1998/09/financial-capitalism-v-industrial-capitalism/>, 10.11.2016.

²² Khurshid Ahmad, “The Challenge of Global Capitalism: An Islamic Perspective”, **Making Globalization Good: The Moral Challenges of Global Capitalism**, Ed. by John H. Dunning, Oxford University Press, 2003, p.181.

²³ Jacques Gouverneur, **Kapitalist Ekonominin Temeleri**, Çev. Fikret Başkaya, İmge Yay., İstanbul, 2007, s. 189.

²⁴ Landes, **a.g.e.**, s. 64-68.

yy'ın sonları, 1920'ler ve 1970'lerde az gelişmiş ekonomilere gelişmiş ülkelerden yoğun sermaye ihracının gerçekleştiği ve bu dönemlerin genel özelliğinin kapitalist gelişmenin bunalım dönemlerine rastladığı görülmektedir.²⁵

Küreselleşme olgusunun tetiklediği serbestleşme teşvikleri 90'lardan sonra yatırımcıları sınır ötesinde bulunmaya zorunlu hale getirdi ve mevcut koşullarda ülkeler arasında yatırımcılar için cazip bir yer olma yarışı da tüm bedellerine* rağmen gelişimini sürdürdü. Sermayenin daha fazla kendilerinde yer tutma iştahına kapılan yerel ekonomiler daha fazla küreselleşerek daha fazla finansal sermayeye ev sahipliği yapmaya yöneldiler. Böylelikle markalaşan dev finans şehirleri büyümeye başladı ve bu durum bir akım olarak kendine küresel çapta yer edindi.

Bretton Woods'un yıkılmasını izleyen yıllarla sermayenin ülkeler arasında hızla hareket etmesi süreci başlar. İlgili yıllarda, bir başka krizin (klasik birikim döneminin yapısal krizlerini temsil eden 1930 öncesinin) çözümü olarak yaygınlaşan piyasa müdahalelerinin yeni bir krizin sebebi olarak görülmeye başlaması ile Keynesçi politikalardan uzaklaşıp, düzenlemeci yaklaşıma bir dereceye kadar ara verilerek kontrolsüz bir serbestleşme dönemine geçilmiştir. Bu serbestleşmenin küresel sermaye hareketleri üzerindeki etkileri kapitalizmin evreleri açısından da önemli bir aşamadır. Küresel anlamda sermayenin önündeki engellerin kaldırıldığı her teşebbüs liberalizasyon sürecinin gelişmesindeki en etkili eylemlerden olmuştur.

Sermayenin küresel hareketlerinin altında yatan motivasyon kapitalizmin temel hedefleriyle örtüşür şekilde en yüksek reel getiriyi elde etmektir. Bu amaç doğrultusunda 1990'larda hızla serbestleşen sınırötesi sermaye hareketleri, ülkeler arasındaki faiz-kur arbitrajını yakından takip etme güdüsü ile hareket etmiştir. Serbestleşmenin yaygınlaştığı dönemde devlet gittikçe üretim alanından çekilip, mevcut faaliyetlerini özelleştirme sürecine dâhil ederek üretim tarafının liberalleşmesi sağlanırken, mali cephe de faiz oralarının serbest bırakılması ile liberalleşmiştir. Bu serbestleşme hareketiyle başlarda dış ticaretin önündeki engellerin kaldırılması,

²⁵ Neşecan Balkan, **Kapitalizm ve Borç Krizi**, Bağlam Yay., İstanbul, 1994, s.57.

* “Küreselleşmenin sosyo-kültürel etkileri ve geçiş ekonomilerindeki kriz olasılıklarının artması ve sınırötesi işlemlerin yarattığı para serbestisinin ulusal ekonomilerinin sığ sermaye piyasalarında oluşturduğu manipülatif ataklar” bahse konu bedellerin en kritiklerini teşkil etmektedir.

ithalatı sınırlandıran uygulamaların sonlandırılması ile ulusal pazarların dış piyasa ile entegre edilmesi hedeflenmekteydi.* Buradaki temel kurgu ise uluslararası sermaye akımlarının yereldeki tasarrufları yetersiz kalmış geliştirmekte olan ülkelerin beklenen büyüme hızına erişmesinde yükselecek faiz oranları ile tasarruf fazlası veren ülkelerin tasarruflarını geliştirmekte olan ülkelere kaydırabilmesine olanak sağlanması yönündeydi. Böylelikle faiz oranının ülkeler arasında eşitlenirken, artan rekabet de daha verimli hale gelecek piyasalarla ekonomik aktörler için daha verimli olanaklar sağlanacaktı. Bu da kaynak kullanımını genişleyen ülkelerin yatırımlarının ve büyüme oranlarının artmasına yarayacaktı.

Öte yandan, pazarların yapısı ve işlerliği de sermaye hareketlerinin sürekliliğini etkileyen temel unsurlar arasında yer almaktadır. Sermaye fazlasının transferi için ihtiyaç duyulacak adreslerin yeterli olmaması durumunda spekülasyondan beslenen hayal piyasalar oluşabilir ve bunlar sınırlı bir müddet kendilerine elverişli yaşam alanları bulabilirler. Ancak böyle bir yapı bu tür piyasalar için uzun vadeli bir durumu temsil edemez ve bir süre sonra ilgili piyasaları yeni geçici çözümlerin arayışına mecbur bırakır. Bu da kapitalizmin geleceğinin sorgulandığı bir başka kritik alanı işaret etmektedir.

Geliştirmekte olan ülkelere hızla yönelen sermaye hareketlerinin seyrinde teknolojik gelişmeler son derece etkili olmuştur. Gelişen iletişim teknolojileri ile küresel hareketliliklerin verimliliği ticaret ve finans için büyük hız kazanmıştır. 1990'lı yıllarda geliştirmekte olan ülkeler açısından bakıldığında evvelden yerel ekonomilere finansman kaynağı olan sermaye hareketlerinin artık arbitraj karı peşinde koştuğu görülmektedir. Kısa vadeli hareketliliklere dönük, spekülatif karı hedefler hale gelen sermaye, ulusal ekonomilerin finansman açığının derinleşmesine hizmet etmeye başlamıştır.

Uluslararası finans hareketliliklerini artıran ve sermayenin ülkeler arasında hızla giriş-çıkışına izin veren serbest piyasa uygulamaları zaman içinde yalnızca

* Böylelikle uluslararası sermaye hareketleri hedeflendiği gibi serbestleşebilecek ve sermaye hangi ülkede daha karlı olacaksa oraya hızla yerleşebilecek ve gerektiğinde de kolaylıkla o ülkeden ayrılabilirdi (tam hareketlilikte çift yön esası). Bkz. Ekler: Seçili Ülkeler Yıllık Faiz Oranları

gelişmekte olan ülkelerin değil gelişmiş ekonomilerin de öngörülemeyen hasarlara maruz kalmasına sebep oldu. Pratikte her ülke kendi gerçeğiyle karşı karşıya kalmış da olsa, sonuçta sermaye bir ev sahibi ülkeye ait olma zorunluluğundan kaçamamaktadır. Az gelişmiş ülkeler hızla kaçan ve iktisadi sorunlarıyla kendilerini baş başa bırakan küresel sermayenin kuralsız misafirliklerinin yükünü taşırlarken, gelişmiş kapitalist ülkelere dışarda kaynaklarını kontrolsüz sarf edip borç batağıyla evine dönen şirketlerinin yükünü üslenmek zorunda kaldılar. Bu da zamanla ulusal ekonomik denge unsurlarının aralarındaki dengeler bütünü zedeledi.

1.1.1.2.2. Sermayenin Yoğunlaşması ve Rekabet

Para, üretici ve meta sermaye olarak varlık gösteren sermayeye (Hilferding'in tabiriyle sanayi sektörüne kanalize olan banka sermayesinin finans kapitale dönüşmesi ile) finansal sermayenin de dâhil olması ile toplam sermayenin bir azınlığın denetiminde varlık göstermesi şeklinde gelişen sermayenin yoğunlaşması başta sanayi ve bankacılık üzerinden olmak üzere, küresel ölçekte beliren bir gelişme ile şekillenmektedir.

Sanayi üzerinden yoğunlaşma sanayide rekabeti belirleyen teknolojik gelişmeye yetişemeyen girişimlerin uzun vadede *tasfiye kanalıyla* büyük işletmelerin piyasadaki ağırlığının artması ile gelişmektedir. Bu, büyük işletmelerin rekabetteki avantajının elde edilebilmesi için girişimcilerin teknolojik gelişimin takibini yapabilmelerinde ihtiyaç duydukları parasal sermayeyi şirket ortaklıkları ile çözme yoluna gitmelerini tetikler ki bu tercih de kurulan işletmelerin hukuki mülkiyeti ile gerçek mülkiyeti arasında bir fark oluşmasına sebep olur. Zamanla büyük işletmelerin daha da büyümesi ve üretimde çeşitliliğe gitmesi tercihleri ile yeni üretim alanındaki küçük işletmeleri de piyasadan silmesi şeklinde *çeşitlenme yoluyla gelişen tasfiye kanalı yoğunlaşması* da sürece eklenir. Ayrıca aynı sektördeki büyük işletmelerin oluşturacakları *tröstler* ve tekel anlaşmaları da yoğunlaşmanın giderek derinleşmesine sebebiyet verir. Benzer şekilde bankacılık üzerinden yoğunlaşma da sanayideki yoğunlaşma süreçlerinden geçmektedir. Bankalar sağladıkları sermaye sayesinde

sanayi üzerinde de yoğunlaşarak gelişme gösterebilmektedirler.²⁶ Tüm bu ve benzeri sermaye yoğunlaşmaları ise rekabetin sürdürülebilirliğine mani olarak piyasa dengesinin kapitalist saiklerden uzaklaşması riskini doğurmaktadır.

1.1.1.3. Sermaye Stokunun Yapısal Değişiminin Ekonomik Etkileri

Sermaye stokunun yapısı ulusal ekonomiler özelinde olduğu kadar, küresel iktisadın genel görünümü hakkında da belirleyici bir göstergedir. Örneğin, serbestleşirken hızla büyüyen ve beraberinde birikimsel olarak oransal yapısı da değişen sermaye hareketleri incelendiğinde, gelişmekte olan ekonomilere dönük sermaye akımlarında bilhassa kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımları oranının gittikçe artmasından anlaşılmaktadır ki 1990'larda gelişmekte olan ülkelerin borç kaynaklarını ağırlıklı olarak uluslararası piyasalar oluşturmuştur. Küresel sermaye hareketlerinin hız kazandığı bu yıllarda, küresel finansal liberalizasyon eğilimini takip ederek uluslararası sermaye hareketlerine yönelik kontrolleri esnetilmiş ülkelerin bazılarında art arda iktisadi krizler baş göstermiştir. 1994 yılında Türkiye ve Meksika'daki krizleri takiben 1997'de Asya, 1998'de Rusya ve ardından Brezilya krizleri yaşanmıştır. Sermaye hareketleri ile hem reel hem de finansal göstergelerdeki dalgalanmalarda büyük artışların yaşandığı bu dönemde ulusal ekonomiler üzerinde faizler ve döviz kurunun oluşturduğu baskılar krizleri tetiklemiştir.*

Pratikte ülke bazlı sermaye stoku yapısını anlamak için ana sektörlerden tarım, sanayi, madencilik, imalat, enerji, ulaştırma, turizm, inşaat, eğitim ve sağlık sektörleri başta olmak üzere, sektörel sabit sermaye yatırımları incelenir. Sektörler ve

²⁶ Gouverneur, **a.g.e.**, s. 189-195.

* Üretime yönelik olmayan, kısa vadeli ve spekülatif yatırım atakları reel ekonominin gelişmesini ve derinleşmesini sağlayacak uzun dönemli stratejilerin uygulanmasını engellemiştir. İstikrarını yitiren ekonomilerin bir diğer ortak özellikleri de doğru zamanda uluslararası sermaye hareketlerinin yeterli düzenlemelere tabi tutulmayışıdır. İlgili krizlerde genel olarak faiz, kur ve enflasyon yönetimi kontrolsüz bir alana geçerken, teşvik edilen krediler ile artan talebe karşılık büyüyen kamu açığının peşi sıra hızla yükselen enflasyona karşı mücadelede yetersiz kalınmıştır. Gelecekle ilgili belirsizliklerin yükseldiği ve piyasalara güvenin sarsıldığı 2000'lerin başlarında ise savaş harcamaları, vergi indirimleri, düşük faiz oranları ve genişletici para politikası ile kamu harcamaları hızla artmaktaydı. Ancak bu artan kamu harcamaları beraberinde azalan ihracat ve artan iç tüketim ile 2008 krizine ev sahipliği yapan ABD'nin, yüksek borçlu bir ülke olmasını da tetiklemiştir. 21. yy'ın ilk yıllarında günün ekonomi politikaları ile yalnızca bir süre daha, 2007 yılına dek, durgunluk ile karşılaşılmamıştı ve büyüme de sağlanabilmişti.

dönemler itibariyle sermaye yatırımı oranları ülke bazlı büyüme rakamlarının değerlendirilebilmesinde büyümenin kaynağı itibariyle işlevsel göstergelerdendir.²⁷ Öte yandan sermaye birikimi düzeyi kadar, çalışan başına sermaye birikimi düzeyi de sermaye birikiminin zaman içerisindeki gelişiminin incelenmesinde kullanılan diğer etkili göstergeler arasında yer almaktadır. Yapılan değerlendirmeler ekonominin makro realiteleri çerçevesinde beklentiler ile uyumlu olmalıdır. Örneğin, enerji sektörü gibi sermaye yoğun sektörlerde bu oran diğer sektörlerle göre daha yüksek çıkarken, sanayi yatırımları görece daha zayıf olan ekonomilerde tarım sektöründe çalışan başına sermaye birikiminin düşük çıkması öngörülebilecek bir durumdur.²⁸

Bir ekonominin gelişim süreci değerlendirilirken dikkate alınan temel göstergelerden üretim faktörleri verimliliklerinin toplam faktör verimliliği (veya işgücü verimliliği üzerindeki etkileri gibi her bir üretim faktörünün tek tek gözlenebildiği kısmi verimlilik) analizlerinde kullanılan sermaye stoku verileri ile aynı zamanda ülke refahının gelişim süreci de detaylandırılmış olmaktadır.²⁹ Kısaca; büyüme, istihdam, verimlilik gibi bir ekonomideki temel iktisadi performans göstergelerinin gelişimi ile sermaye birikimi kavramının arasındaki ilişki, sermaye stoku yapısını ülke ekonomisinin gelişimindeki en temel unsurlardan biri haline getirmektedir.

2017 yılı itibariyle OECD göstergelerine göre küresel büyüme %3,6³⁰ küresel milli gelir ise toplam 79.3 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir.* Büyüme hızı itibariyle küresel krizin etkilerinin hala devam ettiğinin gözlemlendiği bu süreçte, büyüme hızı sermaye birikim sürecine dair doğrudan izler barındıran bir göstergedir. Dünya Bankası ise 2018 yılı küresel büyüme göstergesini %3 civarı olarak tahmin etti ve önümüzdeki iki sene için ise yükselen ticari korumacılığa, finansal piyasalardaki olası

²⁷ Şeref Saygılı, Cengiz Cihan ve Hasan Yurtoğlu, “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi, Büyüme ve Verimlilik: 1972-2000”, **Devlet Planlama Teşkilatı**, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2665, 2002, s. 50.

²⁸ **A.e.**, s. 97.

²⁹ **A.e.**, s. 89.

³⁰ OECD Economic Outlook, (Çevrimiçi) <https://www.oecd-ilibrary.org/statistics>, 04.04.2018.

* Bkz. Ekler: Ekonomik Büyüklüklerine Göre OECD Ülkeleri.

çalkantılara ve artan politika belirsizliklerine işaret ederek büyüme hızında bir düşüş öngörüsünde bulundu.³¹

Tablo 1.1.: Gerçekleşen ve Tahmini Küresel Büyüme Hızı (2016-2021)

(Bir önceki yılın % değişimi)

Reel GSYH Büyüme Oranı	2016*	2017	2018	2019e	2020f	2021f
Dünya	2,6	3,2	3,0	2,4	2,5	2,6
Gelişmiş ekonomiler	1,7	2,4	2,2	1,6	1,4	1,5
Amerika Birleşik Devletleri	1,6	2,4	2,9	2,3	1,8	1,7
Euro Bölgesi	1,9	2,5	1,9	1,1	1,0	1,3
Japonya	0,6	1,9	0,8	1,1	0,7	0,6
Gelişmekte Olan Piyasalar ve Gelişmekte Olan Ülkeler	4,2	4,5	4,3	3,5	4,1	4,3
Doğu Asya ve Pasifik	6,4	6,5	6,3	5,8	5,7	5,6
Avrupa ve Orta Asya	1,9	4,1	3,2	2,0	2,6	2,9
Latin Amerika ve Karayipler	-0,3	1,9	1,7	0,8	1,8	2,4
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	5,3	1,1	0,8	0,1	2,4	2,7
Güney Asya	8,1	6,7	7,1	4,9	5,5	5,9
Sahra Çölü Afrika	1,3	2,7	2,6	2,4	2,9	3,1

* İlgili rapor serisinin önceki versiyonunda sunulan değer.

Kaynak: Dünya Bankası³² (e: estimate, f: forecast)

Küresel sermaye stokunun yapısının değişiminde etkili olan en temel faktörler arasında yer alan sermaye hareketlerinin serbestleşmesine paralel gelişen küresel ekonominin istikrarsızlığında etkili olan sebeplerden biri ise bu serbestleşmenin tetiklediği kısa dönemli sermaye bolluğunun doğurduğu aşırı değerlendirilen ulusal paradır. Ayrıca, ucuzlayan ithalat ile pahalılaşan ihracata karşı artan dış ticaret ve cari işlem açıkları ulusal ekonomiler üzerinde dışa bağımlı bir büyüme baskısı oluşturarak, hedeflenen büyüme oralarını istikrarını tehdit etmektedir.^{33*}

³¹ “Global Outlook, The Turning of the Tide?”, **Global Economic Prospects**, World Bank, June 2018, p.3, (Çevrimiçi)

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/29801/211257-Ch01.pdf>, 09.04.2019

³² “Global Economic Prospects, Slow Growth, Policy Challenges”, **World Bank**, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects#data>,

January 2020. (2010 yılı GSYH oranı baz alınarak hesaplanmıştır. 2019 tahmin, 2020-21 yılları için ise ön tahmin verilerini göstermektedir.)

³³ Aysu İnşel ve Nesrin Sungur, “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III-1999: IV”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni 2003/8, 2003, s.5, (Çevrimiçi) <http://www.tek.org.tr>, 05.02.2017.

* Gelişmekte olan ekonomilerin 90’larda yaşadıkları risklerin tekrar etmemesi adına, piyasaların ani ataklara karşı hedef olma riskinin kontrol edilebilmesine yönelik gereken düzenlemeler

Düzenlemeler özelinde ülkelerin içine düştükleri kısır döngünün gerekçelerinden biri de yine ilgili serbestleşme ile gelişen küresel baskı unsurudur. Dışa açık bir ekonominin büyüme odağındaki temel beklentilerinden olan doğrudan yabancı yatırımlara gösterilebilecek en belirgin teşviklerin başında IMF yönlendirmeleri gelmektedir. Ülke refahının yükseltilmesinde sıklıkla önemine vurgu yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları için ise IMF 1999'da yayınladığı bir çalışmada aşağıdaki ifadelere yer vermiştir.

“Doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) 1980'lerin başından beri olağanüstü bir oranda büyümüştür ve dünya piyasası çok daha rekabetçi bir hal almıştır. Gelişmekte olan ülkeler, yatırımcılara bir dizi “yaratılmış” varlık sunabildikleri için giderek daha cazip yatırım alanları haline geliyorlar. DYY'ın ekonomik kalkınmaya katkıda bulunabileceğini kabul ederek, tüm hükümetler bu sahada yer almak istiyor. Gerçekten de, bu tür bir yatırım için dünya piyasası son derece rekabetçi ve gelişmekte olan ülkeler, özellikle kalkınma çabalarını hızlandırmak için böyle bir yatırım arayışındalar. Liberal politika çerçevelerinin yaygınlaşması ve DYY çekmeye yönelik geleneksel güçlerinin bir kısmının kaybedilmesi ile hükümetler bunu aktif olarak kolaylaştıran tedbirlere daha fazla önem vermektedir. Hala, iktisadi unsurlar belirleyici rolünü sürdürmektedir. Gelecekte daha kritik olması muhtemel olan şey, konumsal avantajların ayırt edici kombinasyonu ve özellikle bir ülke veya bölgenin potansiyel yatırımcılara sunabileceği yaratılmış kazançlar/varlıklar olacaktır.”³⁴

Benzeri uluslararası teşviklerle, yönelim hızı gün geçtikçe artan yabancı sermaye talebi zaman içinde özellikle gelişmekte olan ekonomilerde beklenmeyen etkilerin ve kırılganlığın yükselmesini tetiklemektedir.*

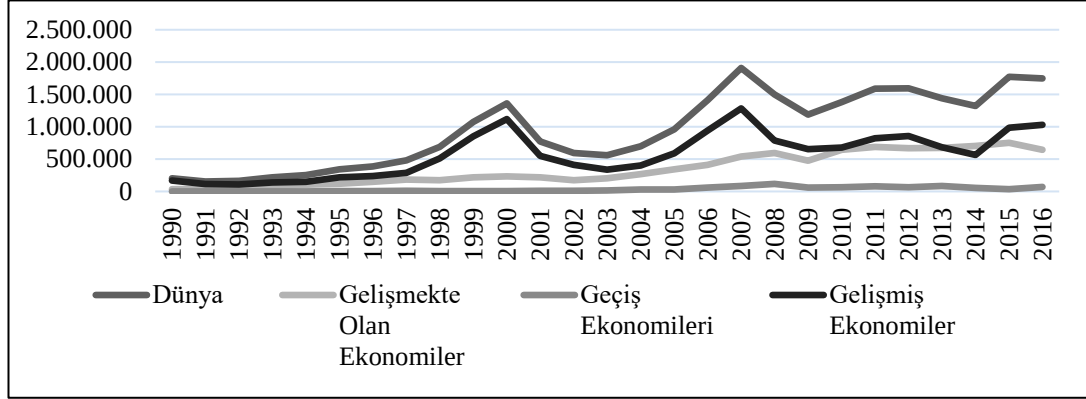
serbestleşme tercihini olumsuz etkileyeceği için krizleri izleyen yıllarda pek çok ulusal ekonomi kalıcı çözümler üretemediği bir kısır döngüye maruz kalmıştır. Pratikte, ülkelerin tedbir ve döviz kurunun değerlendirilmesini engellemek için rezervlerini artırma tercihinde bulunmaları halinde, bu artışın parasal tabanda genişlemeye yol açarak piyasaların enflasyonist bir tesire maruz kalmaları riski oluşur. Merkez bankalarının enflasyon riskine karşı sterilizasyona yönelmeleri durumunda ise kaçınılan enflasyonist etki yine kendini gösterir. Çünkü hem artan faiz yükü hem de kamunun sahip olduğu fonların faiz ödemeleri ile diğer kamu harcamaları şeklinde ekonomiye döndürülmesi neticesinde yine enflasyonun yükselmesi riski belirir. (A.e.)

³⁴ Padma Mallampally, Karl P. Sauvart, “Foreign Direct Investment in Developing Countries”, **Finance & Development**, IMF, March 1999, Volume 36, Number 1, p.34-37, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/index.htm>, 16.04.2017.

* Bkz. Ekler: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Girişleri ve Çıkışları.

Grafik 1.3.: Ülke Gruplarına Göre Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Cari Fiyatlarla (Milyon ABD \$) Giren Yatırımlar Akım Değişkenleri



Kaynak: UNCTAD³⁵

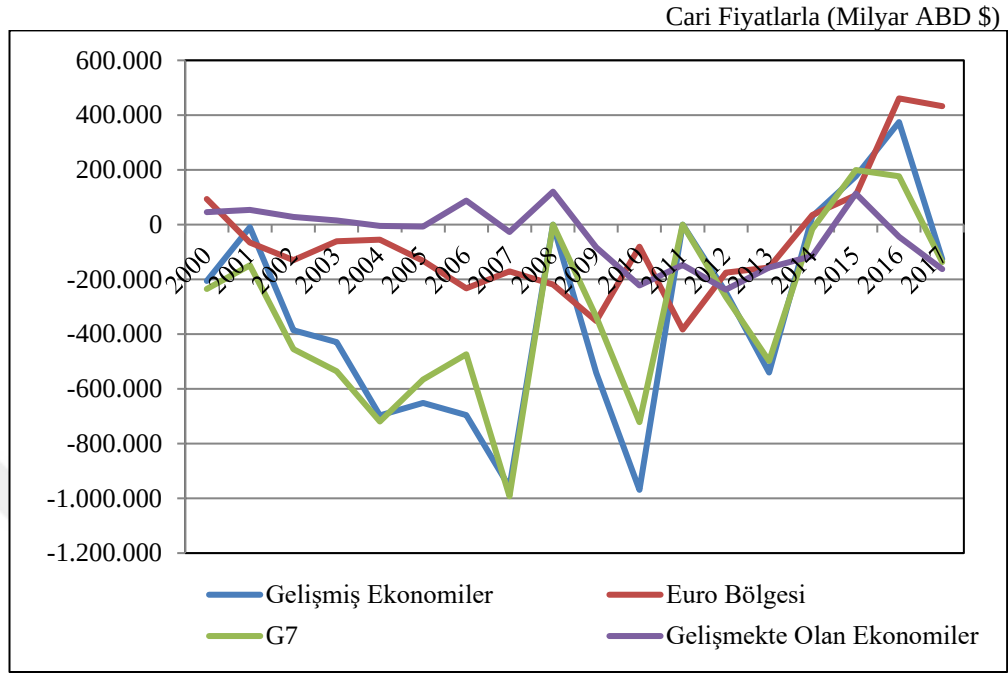
BM verilerine göre 2015 yılında tüm dünyada 1.92 trilyon ABD dolarına ulaşan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, 2016 yılında 1.87 trilyon dolar olarak gerçekleşmiş ve 2017 yılında ise 1.52 trilyon dolar³⁶ olarak öngörülmüşken 1.43 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir.³⁷ Doğrudan yabancı sermaye yatırımları üretken sektörlerde yer edinmesi koşuluyla ekonomilerin sermaye yapılarının güçlenmesinde belirleyici bir role sahip olmaktadır. Portföy yatırımları ile gelen sıcak para ise ülke büyümesine nicelik olarak önemli bir katkı sağlarken, eş anlı olarak ülkede dengeli bir üretim sermayesi büyümesi vuku bulmuyorsa, kırılgan bir iktisadi yapının daha da kırılgan hale gelmesinde rol alacak risk unsurlarının gelişimine sebep olmaktadır.

³⁵ United Nations Conference on Trade and Development-UNCTAD, (Çevrimiçi), <http://unctadstat.unctad.org>, 21.09.2017.

³⁶ “Global Foreign Direct Investment Slipped in 2017”, UN Press Release, (Çevrimiçi) <https://unctad.org/en/pages/PressRelease.aspx?OriginalVersionID=445>, 05.11. 2018.

³⁷ UNCTADstat, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, (Çevrimiçi) <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740>, 05.11. 2018

Grafik 1.4.: Ülke Gruplarına Göre Net Portföy Yatırımları



Kaynak: World Economic Outlook Database, IMF, Oct 2017.³⁸

G7'nin dünyada yaratılan sermaye stokundan aldıkları pay son 10 yılda ortalama % 40'a yakın bir oranda olup, bunun içindeki en yüksek payı %18 ile ABD üstlenmektedir. Kanada ve İtalya'da ise gözlenen düşüşlerin yanı sıra, küresel sermaye stokundaki katkısı itibariyle ikinci sırada yer alan Japonya ise yaklaşık %7'lik paya sahiptir.*

³⁸ World Economic Outlook Database, IMF, Oct 2017, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/download.aspx>, 04.06.2018.

* Bkz. Ekler: Türkiye Örneği (Sermaye hareketleri özelinde gelişmekte olan ülkelerden Türkiye ekonomisi örneği için).

Tablo 1.2.: G7 Ülkeleri Sabit Sermaye Stokunun GSYİH İçindeki Payı

(%)

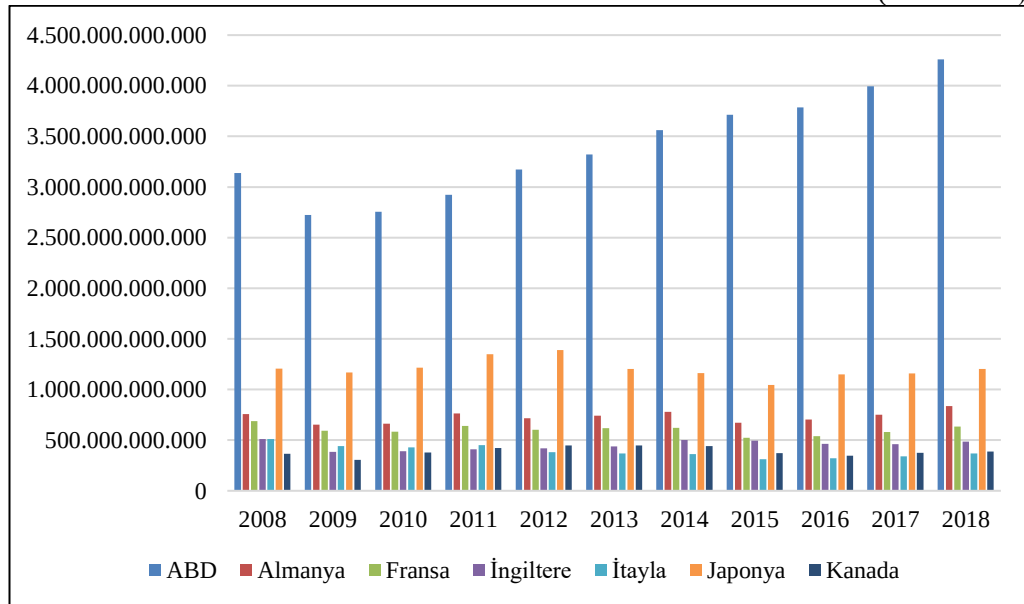
	ABD	Almanya	Fransa	B. Krallık	İtalya	Japonya	Kanada
2010	18,4	19,5	22,1	15,8	20	21,3	23,5
2011	18,8	20,4	22,4	15,4	19,7	21,9	23,6
2012	19,6	20,3	22,5	15,5	18,3	22,4	24,6
2013	19,8	19,9	22	15,7	17,2	23,3	24,2
2014	20,3	20	21,8	16,4	16,7	24	24,4
2015	20,4	20	21,5	16,9	16,9	23,8	23,9
2016	20,2	20,3	21,8	17,2	17,2	23,3	22,8
2017	20,5	20,5	22,5	17,2	17,4	23,8	22,8
2018	20,7	21,2	22,9	17	17,7	24,2	22,6

Kaynak: Dünya Bankası Data, 2019.

2018 yılı itibarıyla Dünya Bankası rakamlarıyla yaklaşık 22 trilyon dolar olan dünya sabit sermaye stokunun içindeki G7 ülkelerinin payı dikkate alındığında aşağıdaki grafik ile karşılaşılmaktadır.

Grafik 1.5.: G7 Ülkeleri Arasında Küresel Sermaye Stoku Dağılımı

(ABD Doları)



Kaynak: Dünya Bankası Data, 2019.

Sonuç olarak, özellikle gelişmekte olan ülkeler özelinde sermaye stoku verileri, analizlerin geliştirilmesinde belirleyici bir rol üstlenmektedir. Sermaye stokunun yıllara göre görece azaldığı dönemlerde GSYH artış oranlarında da gerileme durumu izlenebilmektedir. Sermaye stoku artarken istihdamın, büyümenin dolayısıyla refahın artışı beklenen bir gelişmedir. (Klasik iktisadın sermaye birikimi aşamalarına yükledikleri anlam da bu farkındalığın bir tezahürüdür.) Buradan hareketle, sermaye stokunun gerek küresel gerekse ulusal ekonomik gelişim analizlerindeki belirgin rolüne ve ülkelerin refah artışının temel dinamiği olarak kabul edilen iktisadi büyümenin sermaye stoku verileri ile arasındaki kuvvetli bağa karşın, günümüz ana akım iktisat takipçilerinin analizlerinde bu kabullerin kimi zaman dikkate alınmadığı da gözlenmektedir. İlgili durum ise ana akım iktisadın analizlerine yöneltilen eleştirilerde bir “çelişkinin” gelişimini işaret etmektedir.

1.1.1.4. Sermaye Kavramına Dair Gelişmeler ve Risk Algısı

İktisadi yapının zaman içindeki gelişimi kendisini belirgin olarak “ekonomik aktörlerin risk algısının değişmesi, sermayenin standartlarının güncellenmesi, ticaret kanunları yerine bankacılık düzenleme kanunlarının etkinliğinin artması, üretim modellerinin yerini almaya başlayan finansal gelişmelerin hız kazanması, borsalardaki değişim, uluslararası tahkim merkezlerinin giderek artan önemi, uluslararası takas merkezlerinin yükselişi” ile kendisini göstermektedir.* Bunlardan özellikle değişen risk algısı ile yeni gelişen sermaye standartları iktisadi yapının şekillenmesindeki itici faktörler arasında yer almaktadır.

Zaman içinde, tercih edilen ekonomi yönetimi usullerinin değişimi ile günümüzün iktisadi kabulleri ve tanımları güncellenirken bir yandan da sisteme yeni kavramlar eklenmeye devam etmektedir. Bu bağlamda finansal sistemik risk algısının 21. yy ile birlikte hem para yönetimindeki düzenleyici kamu otoriteleri hem de finansal aktörler açısından belirgin bir gelişim sergilediği gözlenmektedir. İlgili şekilde paranın gelecek temelli operasyonel bir likidite haline gelmesi yani bir vaat likiditesi olma durumu paranın bugününden çok gelecek için yeni anlamlar barındıran bir risk algısı

* Bkz. Ekler: Değişen İktisadi Anlayış Savına Sunulan Argumanlara Örnekler.

ile şekilleniyor olduğu kabulünü desteklemektedir. Bu durumun gelişimi yani paranın gelecek için yüklendiği risk faktörüne dönük anlamının güncellenmesinin temelinde ise finansal risk algısının gelişimi yatmaktadır. Böylelikle değişen risk algısının sermayenin standartlarının da güncellenme ihtiyacına kaynaklık edebilme becerisine odaklanılmalıdır.

Bahse konu yeni sermaye standardı “ekonomik sermaye gerçeği yasal sermaye gerçeği makasına karşı risk bazlı, gelecek odaklı teminat yönetimi” kapsamında gelişim göstermektedir. Ekonomik sermaye kavramı ve yasal sermaye kavramı arasındaki farka karşılık, global iktisadi yapı yeni bir sermaye standardı ile gelişmektedir. Bu süreçte operasyonel ve sistemik riskler başta olmak üzere³⁹ yalnızca finansal kurumların değil tüm iktisadi öznelerin maruz kaldıkları risklere karşı şekillenmiş yeni yaklaşımlar sermayenin de standartlarına yansımaktadır. Bankacılık alanında olduğu kadar tüm finans sektöründe operasyonel riskin* tespit edilmesi, ölçüm ve değerlendirilmesinde bir araç olan “risk ölçümü” unsuru ile elde edilecek sonuçlar operasyonel risk düzeyini nicel hale getirerek ekonomik sermayenin hesaplanmasında baz alınacak bir parametrenin de oluşmasına olanak sağlar.⁴⁰ Bu bağlamda sermayenin yeni standartlarının belirlenmesinde en etkili uluslararası temsil olan BASEL Komitesinin güncel çalışmaları konuyla ilgili kapsamlı bir gelecek projeksiyonu da sunmaktadır.

1.1.1.5. Sermayenin İşlevselliği Sorgusu ve Dünya Düzeni

20. yy’ın küresel iktisadi sistemin gelişmesinde lojistik açıdan üç önemli merkez bulunmaktadır. Bunlardan ilki Nil-Kızıldeniz, diğeri Suriye-Mezopotamya-Basra Körfezi ve sonuncusu ise Ege-Karadeniz-Orta Asya koridorlarıdır. Tarih

³⁹ Principles for the Sound Management of Operational Risk, **Basel Committee on Banking Supervision**, Bank for International Settlements, June 2011, p.3, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/bcbs195.pdf>, 07.12.2018.

* Operasyonel risk, yetersiz veya başarısız iç süreçler, insanlardan, sistemlerden veya harici olaylardan kaynaklanan kayıp riski olarak tanımlanır. Bu tanım yasal riski içerir, ancak stratejik ve itibar riskini içermez. (A.e.)

⁴⁰ “Operasyonel Risk Yönetimine İlişkin Rehber”, **Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu**, Sayı: 6827, 31 Mart 2016, s.15, (Çevrimiçi) https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat_0090.pdf, 07.12.2018.

boyunca bu bağlantı koridorlarının çevresi eski dünyanın ticaret ve yönetim merkezlerine ev sahipliği yaptı. Modern kapitalist sistem ile değişen yeni merkezlerin yönetimleri bugün dahi bu bahsi geçen bölgelere kayıtsız kalamamaktadır.⁴¹ Tüm sermaye unsurlarının küresel hareketinde dünya, bu bahsi geçen bölgeler gibi kalıcı öneme haiz coğrafyalar ve finans sermayesine ev sahipliği eden geçici sermaye koridorları geliştirmiştir.

Sermayenin yerleşik olduğu coğrafyalar esasında birikim sürecinin* de geliştiği yerlerdir. Devlet birikimi açısından maddi ve ideolojik yatırımlar devletlerin el koymak amacıyla toplumsal zenginlik üretmeye çalışmasının bir tezahürü olarak gösterilebilir. Üretim artışlarını hızlandıracak gerekli altyapı yatırımları ile devletler “artıdan” aldığı payı artırarak gücünü artırmış olacaktır. Özel birikimde ise el koymak amacıyla zenginlik üretiminin sağlanacağı altyapı yatırımları gerçekleştirilir. Birikimin kaynağını güçlendirmek ve korumak için yapılan tüm faaliyetlerin ortak hedefi birikimi sürdürülen artının büyümesi ve gücün devlet/özel birikim türüne göre amaca hizmet edecek şekilde döngüsünü sürdürebilmesidir.⁴²

Sermaye birikiminin tarihsel açıdan dünyanın gelişiminin itici gücü olduğu ve sermayenin dünya üzerinde eski çağda da şimdikine benzer bir formda olduğu düşünülmektedir. Bu görüş sermaye birikimi ve tarihsel hegemonik geçişlerin birbirlerine bağlı olduğu yargısına dayandırılmaktadır.⁴³ Avrupa merkezli dünya sistemi incelemelerinde dünya üzerindeki iktisadi değişimlerin paralelinde siyasal hegemonik gücün de yer değiştirdiği ve bunların 16. yy’da İberya’da, 17. yy’da Hollanda’da iken 18. ve 19. yy’larda bu gücün Birleşik Krallık’ta kendini gösterdiği ve 20. asırda ABD ile sürdürüldüğü varsayılır.⁴⁴ Wallerstein ve Palat, 15. yy’dan sonra Avrupa’daki ve Hint Okyanusu’ndaki ticari sistem gelişirken aradaki bağımlılığın artmasına karşın, iki bölge arasındaki sosyo-tarihsel değişimlerin birbirlerinden

⁴¹ Andre Gunder Frank, Barry K. Gills, “Kümülatif Birikim”, **Dünya Sistemi Beş Yüzyıllık mı, Beş Binyıllık Mı?**, Çev.Esin Soğancılar, Ankara, İmge Kitabevi, 2003, s. 188.

* Birikim ile altyapı yatırımları ve teknolojik ilerlemeler kastedilmektedir.

⁴² A.e., s. 191.

⁴³ Barry K. Gills, “Dünya Sisteminde Hegemonik Geçişler”, **Dünya Sistemi Beş Yüzyıllık mı, Beş Binyıllık Mı?**, s. 251-252.

⁴⁴ Barry K. Gills, Andre Gunder Frank, “Dünya Sisteminde Çevrimler, Krizler ve Hegemonik Değişiklikler”, **Dünya Sistemi Beş Yüzyıllık mı, Beş Binyıllık Mı?**, s. 346.

oldukça farklı* olmasına dikkat çekerler. Gerçekleşen değişim sürecine vurgu yaparken, coğrafyalar arası farklılıklar ile gelişen değişim sürecinin kapitalist ekonomiyi meydana getirdiğini savunurlar.⁴⁵

Öte yandan, sermayenin varlığını işgücüne dayandırarak, kapitalizmin dünya üzerinde var olmasını emeğin varlığı ile açıklayan yaklaşımlara karşın modern dünyanın öncesinde de kendi gerçekliği içinde bir tür kapitalizmin var olduğu da iddia edilmektedir. Rekabetin, bilinen anlamda kurumsal yapıların ve gelişmiş piyasa koşullarının bulunmadığı zamanlarda nasıl bir kapitalist sistemin var olabildiği tartışmaya açıktır. Ancak eski dünyanın kapitalist unsurları barındırdığını savunan görüşçe modern dünya sistemi ile mukayese edilemeyecek farkların olduğu kabul edilirken, doğrudan üretim sürecinde sermaye birikiminin bir işlevi olmamakla birlikte, öte yandan sermaye birikiminin ve denetiminin eski ekonomilerin belirleyici unsurlarından olduğu da düşünülmektedir. İşaret edilen dünya sistemi sermaye birikiminin yanı sıra emperyalist bir modelin varlığı ile de şekillenmiştir. Merkez-çevre yapılanmalarında zaman içinde yaşanan denge değişimleri birikim noktalarının değişmesiyle tarihi süreçte dünya sistemini şekillendiren merkezlerin de genişlemesine ya da çökmesine neden olmuştur.⁴⁶ Buradan hareketle, emperyalizmin temel özelliklerinden biri olarak kabul edilen monopolcü eğilimin varlığı emperyalizmi kapitalizmin en yüksek aşaması olarak tanımlanmasına kaynaklık ettiği de görülmektedir. Lenin’e ait olan bu tezde *“üretimde ve sermayede görülen yoğunlaşmanın artışı ile ekonomideki tekellerin üstlendiği baskın rol, mali-sermaye temelli bir mali-oligarşinin yaratılmış olması, sermaye ihracının özel bir öneme sahip olması, küresel tekelci kapitalist birliklerin varlığı, baskın kapitalist güçlerce coğrafi*

* Gelişen ticaret ağları ile ülkeler arasında çoğu kez ekonomik bir yakınlaşma ve uyum sağlanabilirken siyasal bir bütünlüğün sağlanamıyor ya da AB örneğinde olduğu gibi sancılı tesis ediliyor oluşu Wallerstein de sorguladığı gibi “kapitalizmin özelliğinden mi yoksa insanoğlunun vasıflarından mı kaynaklandığı” şüphesiz ki tek bir disiplinin yanıtlayabileceği bir soru değildir. Deneyimler üzerinden elde edilenler doğru bilinen pek çok yanlış gün yüzüne çıkarmaktadır. Dolayısıyla küresel anlamda hâkim, bilinen modern kapitalist sistemin avantajlarının ve zaaflarının kavranması için mevcut teorilerin bu deneyimler ışığında yeniden ele alınması ve test edilmesi, olası bir iktisadi kriz ihtimalinin tahmin edilebilmesinin ötesinde, sistemsel bir sorunun parçası olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira yaşanan değişimler mevcut kavramların yeniden ele alınabilmesini sağlayacak deneyimi insanlığa sunmuştur.

⁴⁵ A.e., s. 357.

⁴⁶ K. Ekholm ve J. Friedman, “Eski Dünya Sistemlerinde ‘Sermaye’ Emperyalizmi ve Sömürü”, **Dünya Sistemi Beş Yüzyıllık mı, Beş Binyıllık Mı?**, s. 140-141.

*bir paylaşımın yapılmış olması” şeklinde tanımlanan beş özellik ile emperyalizmin kapitalizmin bir üst aşaması olduğunu iddia edilmektedir.*⁴⁷

Küreselleşmenin beraberinde gelişen sermaye hareketlerinin ve birikiminin kapitalizmi kati suretle insanları “*kapsayan ve kuşatan*” bir yapı şeklinde sunulduğu varsayımı, kapitalizm eleştirilerinin en dikkat çeken tespitlerindendir. Öte yandan küreselleşmeye dair incelemelerde küresel kapitalizme “*gerçekliğini ve meşruluğunu kazandıran*” ekonomik kimlik ve kalkınma söyleminin tespiti ile dünya üzerindeki tüm ekonomik kimliklerin ana kalıbı haline gelmesindeki hegemonik kapitalist künyenin dünya ekonomisine nasıl bağlandığının sorgusunun yapılmasına da kaynaklık ettiği görülmektedir.⁴⁸

Dünya sistemi incelemelerinde *sistemik birikim döngüleri* yaklaşımı ile Braudel kapitalist dünya ekonomisi kavramlaştırmasını üç katmanlı bir sistem olarak açıklar. Alt tabaka geçimlik üretimden oluşur. Ortada küçük mal üreticileri ve pazar tarafından yapılandırılan şirketler vardır. En üst tabaka ise dünya ekonomik hiyerarşisinin ödeme biçimlerini kontrol eden ve kendi örgütsel biçimlerini belirli devletlerin politik-askeri gücü ile birleştirerek büyük kazançlar sağlayan finans kapitalistlerinden oluşmaktadır. Arrighi'ye göre Braudel sadece bu üst katmana “kapitalist” der. Bu ekonomik güç ile siyasi bölgesel devlet gücü kombinasyonlarına dayalı olarak yüzyıllarca süren hegemonya kavramı, her birikim döngüsü devresinde kapsamı ve yoğunluğu arttırmak ile süreyi kısaltmak için de tanımlanmaktadır. Devlete verimli bir avantaj sağlayan ve onu bahsi geçen dünya sisteminin merkezine ve hegemonik güç pozisyonuna eriştiren *yeniden düzenleyici yenilikçi kapitalizmin* etrafında bölgesel devlet yapılanmasının baş göstermesi kaçınılmazdır. Bu döngülerden her biri ile hegemonik geçişler, sistematik kaos döneminin yanı sıra sermaye ve devlet kurumlarının yeni ortaya çıkmakta olan hegemonik bir blokta

⁴⁷ V.İ. Lenin, Emperyalizm Kapitalizmin En Yüksek Aşaması, Çev. Cemal Süreyya, Sol Yayınları, Ankara, s. 108, Haziran 1979, Yedinci Baskı.

⁴⁸ J.K Gibson-Graham, **a.g.e.**, s.230-231.

örgütsel gelişimleri ve dünya sisteminde yapısal değişikliklerini meydana getiren dünya birikimlerinin de etkisi ile şekillenmiştir.⁴⁹

Sistemik birikim döngüleri tezi ile sermaye birikim süreci ve kurumsal ilişkiler ağının mevcut küresel sistemin temellerini oluşturduğu savunulmaktadır. Örneğin, küresel finans sistemin savunucuları German devletini kontrol etmeye çalıştıkları için German birikim döngüsü koruma maliyetlerini içselleştirdi. İngiliz birikim döngüsü, on dokuzuncu yüzyıl endüstriyel devriminin ve hammadde üretiminin çoğunu İngiliz İmparatorluğu sınırları içine dahil ederek üretim maliyetlerini içselleştirdi. Son olarak ABD sistemik birikim döngüsünde ise işlem maliyetlerinin içselleştirildiği görülebilmektedir ki bu durum daha önce ayrı firmalar arasında gerçekleşen işlem maliyetlerinin büyük kısmının çokuluslu şirketlerin içine dahil etmek için ilgili şirketlerin genişletilmesi yoluyla işlem maliyetlerinin içselleştirilmiş olmasına işaretir.

Buradan hareketle özellikle 1970'lerin krizlerinin ABD hegemonyasının güçsüzleştiğinin bir ispatı olduğunu iddia eden görüşler, bu güçsüzleşmenin sonucunda esnek birikim ve dış kaynak kullanımına dayalı olarak gelecekteki Sistemik Asya Birikim Döngüsünün gelişimine dikkat çekerler. Böyle bir süreç ilk etapta devletler arasında değişecek olan güç dengelerini akla getirmektedir. Bu görüşün takipçileri yirminci yüzyılın sonunda yaşananların, yenilenmiş büyük güç rekabeti ile azalan ABD egemenliğinde merkezileştirilmiş sistem genelinde mali genişleme ve özellikle Doğu Asya'da yeni güç mevkilerinin ortaya çıkacağını savunmuşlardır. Bir diğer dikkat çekici tahlil ise 20. yy'ın sonlarında devletler ve ticaret örgütleri arasındaki güç dengeleridir. Aile işletmelerinin, eski anonim şirketlerden İngiliz sistemine geçişi ve daha sonra ABD merkezli çokuluslu şirketlere geçişi ile yaşadığı dönüşüm süreci ulus ötesi ve merkezsizleşmeye dayalı devlet-ticaret ilişkilerinin yeniden düzenlenmesinin ardından küçük işletmelerin dünyanın her tarafında yer alabilmesi ile en güçlü devletlerin bile düzenleyici kapasitesi zayıflamıştır.⁵⁰ Özetle bu

⁴⁹ William I. Robinson, "Giovanni Arrighi: Systemic Cycles of Accumulation, Hegemonic Transitions, and the Rise of China", **New Political Economy**, Routledge, New Political Economy, Volume 16, Issue 2, 2011, First Published 05 November 2010, p.7-8 (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.1080/13563467.2010.512657>, 24.05.2017.

⁵⁰ A.e.

yaklaşımın merkezinde sermayenin bloklaşması sonucunu belirleyen sistemik birikim döngülerinin küresel güç dengelerinin de temel belirleyici olduğu anlaşılmaktadır.

Görülmektedir ki küresel ekonomik yapıdaki rekabet gücü, ulusal ve uluslararası kurumların kendi ülkelerindeki ya da bölgelerdeki büyüme stratejisini yönlendiren politik kapasiteye oldukça bağımlıdır ve bunlara dünya pazarında rekabet avantajı yaratma da dâhildir. Hükümetlerin eylemleri ise sadece ticareti yönetmekle sınırlı değildir. Onlar bilgi ekonomisinin çalışmasının temel dayanağı olan teknolojik gelişme ve insan kaynakları eğitimi için de vazgeçilmez bir taraf olmaktadır.⁵¹ Ancak bir diğer yandan da küresel sermaye hareketlerinin de etkisi ile şekillenmekte olan dünya sisteminde serbest piyasa sisteminin yanıtsız kaldığının düşünüldüğü durumlarda hem dışardan devşirilmiş çözümlerin kapitalizme mal edilebilmesi hem de kapitalizmin de bu duruma açık bir sistem olması hali kapitalist uygulamaları adaletsiz bulan tarafları besleyerek antikapitalist kitleleri geliştirmiştir. Bu durumun varlığı ise kapitalizmin karşısına bir etki unsuru konuşlandığı zaman*, kapitalizmin sistem olarak bir değer ifade etmiş sayılabilmesinde makbul görülmektedir.⁵²

1.1.2. Ulusal Ekonomik Denge ve Borç Ekonomisi

Liberal iktisadi öğretilerde denge tabiatındaki denge kavramından esinlenerek *“ekonominin rekabet sayesinde fiyat mekanizmasıyla kendiliğinden genel dengeye ulaşacağı”* kabulündeki genel denge analizi ile açıklanır. Aşırı üretim krizlerinin açıklanmasında efektif talep yetersizliğinin kabul edilmeyişinden kaynaklı klasik liberal öğretinin bir eksikliği olarak görülen genel denge analizi, 1929 krizi sonrasında

⁵¹ Bob Jessop, “Informational Capitalism and Empire: The Postmarxist Celebration of US Hegemony in A New World Order”, **Studies in Political Economy**, 71/72, Autumn 2003/Winter 2004, p.47, (Çevrimiçi) <http://spe.library.utoronto.ca/index.php/spe/article/view/5253/2157>, 24.05.2017.

* Serbest piyasa sistemindeki güçler dengesi okumasında (gelişmişlik düzeyleri fark etmeksizin) tüm ülkeler için söz konusu olacak şekilde, kayıtdışı ekonomi analizleri ile iklim ve çevresel faktörlere yönelik küresel uzlaşılar belirleyici unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, 1992 Rio Earth Summit’deki BM İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi veya Kyoto Protokolü ile aslında iklim müzakerecilerince baştan ticaret sistemine bağımlı oldukları beyan edilmektedir. Zira alınan tedbirlerin uluslararası ticarete gizli bir kısıtlama teşkil etmemesi gerektiği düşünülmektedir. Robyn Eckersley’nin belirttiği gibi iklim rejimine taraf olanlar eylemleri ile aslında serbest ticaretin ve genişleyen bir küresel ekonominin ticareti kısıtlayıcı iklim politikalarına karşı korunmasını sağlamıştır. (Bkz. Naomi Klein, **This Changes Everything: Capitalism Vs. The Climate**, Penguin Books, Canada, 2014, p.77.)

⁵² Sermaye Muamması Kapitalizmin Krizleri., s. 233.

ve kendiliğinden tam istihdam dengesine sunduğu tepki ile Keynes'e kadar etkisini devam ettirirken, ilerleyen yıllarda 1980 sonrası monetaristler ile yeniden varlığını hakim iktisat okulları üzerinden sürdürebilmiştir.⁵³

Kavramsal olarak bir ekonominin mal, hizmet ve para piyasalarıyla birlikte dış dengeyi de temsil eden ekonomik denge kavramına dair göstergeler ise iktisadi süreç ve performans analizi ile planlamanın şekillenmesinde rol alırlar ve bu sebeple denge kavramı ve hedefi kapitalizmin pratikteki belirleyici parametrelerinden birini oluşturmaktadır. Bu göstergelerden ekonominin yapısal değişimlerinin ölçülmesinde, yeni gelişmelerin çözümlenmesinde ve ulusal iktisadi koşulların küresel düzeyde mukayesesinde kullanılan ulusal iktisadi göstergeler ve bunların hesaplanma yöntemleri zaman içinde güncellenmeye tabi tutulur. Dünya genelinde düzenli olarak güncellenen ulusal hesaplar içindeki “Bölgesel Hesaplar, Devlet Hesapları, GSYH Hesapları, Kurumsal Sektör Hesapları, Satınalma Gücü Paritesi”⁵⁴ ile ulusal ekonomik göstergeler, genel olarak ilgili ülkenin üretim, tüketim, yatırım, ihracat-ithalat ve gelir-tasarruf verilerinin kapsamlı bir görünümünü içerir. Buradan hareketle GSYH, şirket kârları, kişisel gelir ve harcamalar ile kişisel tasarruf başta olmak üzere ülkenin genel ekonomik görünümüne dair farklı veri setleri elde edilebilmiş olur.⁵⁵ Elde edilen veri setleri ekonominin olduğu kadar uygulanan ekonomik sistemin de denge unsurlarını ve kurumsal yapısını yansıtmaktadır. Bu doğrultuda bir ekonominin denge unsurlarını barındıran temel göstergelerden ödemeler dengesinin özelinde kaynak transferi ile borçlanma konularının yanı sıra ekonomik dengenin tesisinde etkili olan ulusal denge unsurları ve bunların işleyişi sistemin pratikteki kurumsal unsurlarının genel görünümünü yansıtmaktadır. Bu görünüm ise krizlerin gelişme evrelerinin takip edilebildiği alanı oluşturarak, bilhassa erken uyarı mekanizmalarının işlerliğinin artırılmasında dikkate alınmaktadır.

⁵³ Kazgan, **a.g.e.**, sf.102-103

⁵⁴ TÜİK, (Çevrimiçi) <http://www.tuik.gov.tr>, 01.07.2017.

⁵⁵ Bureau of Economic Analysis, USA, (Çevrimiçi) <https://www.bea.gov/>, 01.07.2017.

1.1.2.1. Ödemeler Dengesinde Kaynak Transferi

Dış âlem hesaplarının dayanağını oluşturan ödemeler dengesi istatistikleri bir ülkenin iktisadi denge hesaplarında kullanılan en temel verileri içermektedir. Ödemeler bilançosu özelinde bir ülkenin mevcut parasal varlıkları ve fon transferi mevcudu incelenerek ülke ekonomisinde sermayenin güncel seyri ve ulusal ekonomik denge hesaplarının sonucuna dair veriler elde edilebilmektedir. Öte yandan bir ülkenin sermaye stokunun para transferi ağırlıklı mı yoksa üretim menşeli mi olduğuna dair gözlemler de ödemeler dengesindeki hareketlerden elde edilen veriler ile desteklenmektedir.

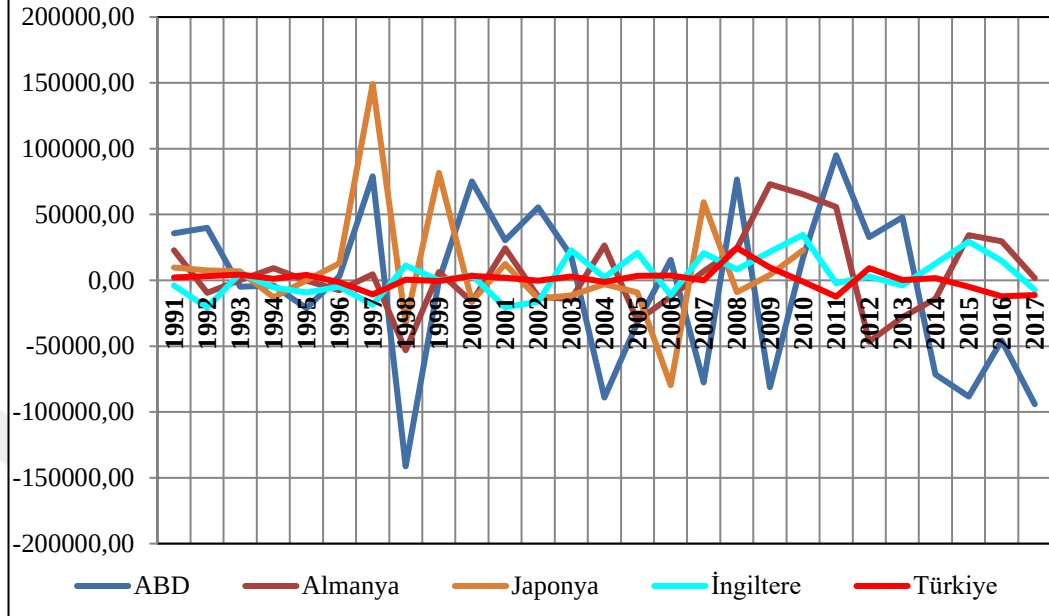
Ödemeler dengesinde kaynak transferinin varlığını işaret eden durum ise sermaye hesabı dengesinin fazla vererek sonuçlanması ile finansal olmayan varlıklar üzerinden bir kaynak girişinin cereyan etmiş olması durumudur. Buna karşın ödemeler dengesindeki cari transferler verisi ise ülkeye bir para girişi yapılmasına rağmen karşılığında mevcut bir kaynak transferinin gerçekleşmediğine işaret eder (hibeler veya yurtdışında çalışanların gönderdiği nakit varlıklar).⁵⁶ Bu iki farklı kalemdeki kaynak transferi durumu birbirinden bağımsız faktörleri barındırmaktadır.

1997 Asya Krizi Tayland örneği ödemeler dengesinin kaynak transferi teorisine gösterilebilecek en bariz örnekler arasında yer almaktadır. Buradan hareketle, modern ekonominin çözüm aradığı iktisadi sorunlardan biri de para transferi yoğun sermaye stoku yapısına sahip olan ülkelerin yaşadığı açmaz olan ödemeler dengesinde yaşanan kaynak transferi olarak gösterilebilir.

⁵⁶ Mahfi Eğilmez, “Ödemeler Dengesini Okumak”, **Kendime Yazılar**, 14.01.2014, (Çevrimiçi), <http://www.mahfiegilmez.com/2014/01/odemeler-dengesini-okumak.html>, 01.07.2017.

Grafik 1.6.: Seçili Ülkeler Ödemeler Dengesi Bilançosu

(Cari, Sermaye ve Finans Hesabı Dengesi - Milyon ABD Doları)



Kaynak: IMF Data, 2019.

Ödemeler dengesinde kaynak transferi ile ilgili karşılaşılan sorunların çözümü ülkelerin ekonomi politikalarını belirleyen ve üretim kaynaklı sermaye stoku gelişimine etki edebilecek alternatiflerde bulunur. Büyüyen sıcak para kaynağı için sermayenin görece derinleştiği gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ülkelere doğru seyrine yönelik yapılan tahminler 2010 ve 2020 yılları arasındaki finansal varlık büyümesinin %70'inden fazlasının ABD, Avrupa ve Çin'den gelmesi yönündedir.⁵⁷ Sıcak para kaynağının ödemeler dengesi üzerinden makroekonomik görünümde yarattığı sorun hâkim iktisadi akımın çözüm önerilerinin merkezindeki finans odaklı alternatiflerle ve araçlarla giderilmeye çalışıldığında ise geçmiş yıllardaki kriz iyileştirme uygulamalarının handikapları ile karşılaşılmaktadır.

1.1.2.2. Dış Borçlanmada Bretton Woods Etkisi

Makro iktisadi değişkenler üzerindeki olumsuz etkisi ile zamanla giderek artan dış borç yükü, kronik ve uluslararası çapta bir borç ekonomisi sorununu beslemektedir. Mevcut küresel eğilim gerek kamu gerekse özel borç yükünü bilhassa

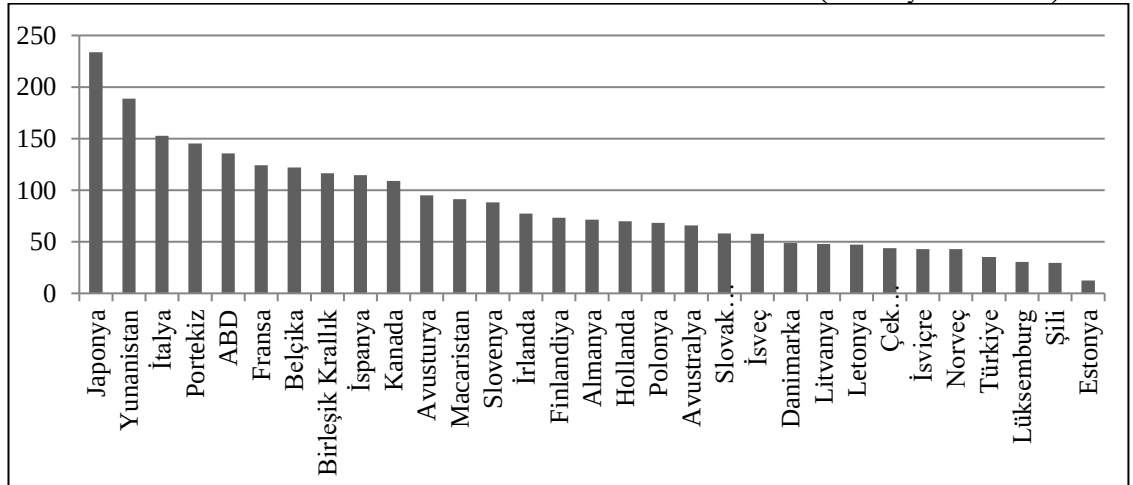
⁵⁷ Harris, a.g.e., , p. 9.

gelişmekte olan ekonomiler için kaçınılmaz olarak kabul etmektedir. Ancak bu durumun ulusal ekonomilerin kalkınma hedefleri ve adil bir gelir dağılımı ile işsizlik gibi refaha dayalı göstergeler için ne denli yüksek riskler barındırdığını somutlaştıran son döneme ait deneysel ve sosyal analizlerde görülmektedir ki borcun kendisinden çok sebep olduğu sosyal eşitsizlik geleceğin kriz öngörülerini desteklemektedir. Öte yandan borç ekonomisi gerçeği geçtiğimiz yüzyılın algısının aksine, yalnızca az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkeler için değil, dünyayı topyekûn kuşatmış küresel bir ekonomik açmaz olarak gelişmektedir.⁵⁸

Artan kamu borçları devletin piyasadan elini çekmemesinin garantörlüğünü üstlenmiş durumda. Küresel iktisadi sistemin belirleyiciliğini üstlenmiş gelişmiş ekonomilerin içinde bulunduğu mevcut durum ve dünya ekonomik sistemine karşın yüklendikleri roller arasındaki büyük çelişki, bu ülkelerin merkez bankalarının var olan yönetim aksaklıkları içinde kendilerine yeni yaşam alanları arayışına itmekte. Keşfedilen her yeni yaşam alanı ise “Borç Kapitalizmini”* büyütürken beraberinde gelecek yeni krizleri ve dolayısıyla büyüyen sosyal eşitsizliği desteklemektedir.⁵⁹

Grafik 1.7.: OECD Ülkelerinin Kamu Borçlarının GSYH’ya Oranı

(GSYH yüzdesi-2017)



Kaynak: OECD data, 2018.

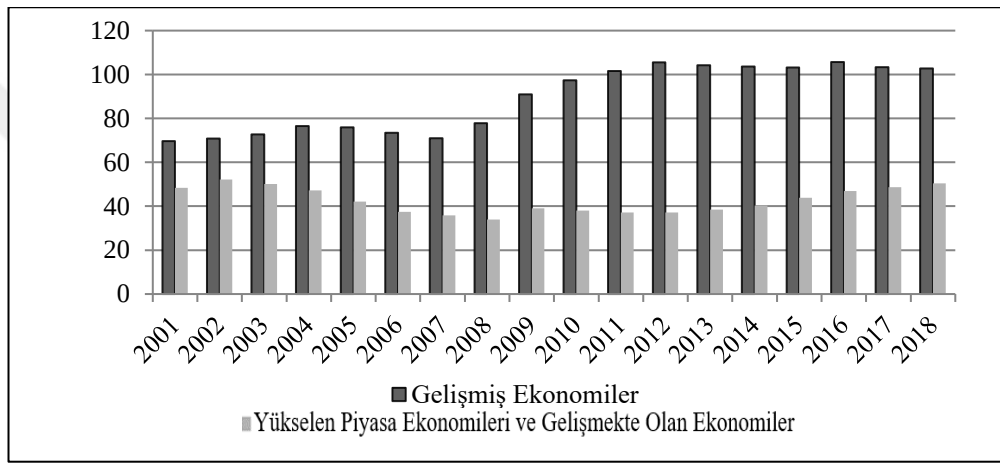
⁵⁸ Ünal Çağlar, Atilla A. Uğur, “Finansal Rant, Borç ve Kriz”, *Zeitschrift für die Welt der Türken/Journal of World of Turks*, Vol. 3, No. 3, 2011, p.65-66 (Çevrimiçi) http://diwelttertuerken.org/index.php/ZfWT/article/viewFile/254/caglar_ugur, 3.11.2018.

* Bkz. Ekler’den Borç Kapitalizmine Dair Notlar.

⁵⁹ Wolfgang Streeck, *Satın Alınan Zaman*, Çev. Kerem Kabadayı, İstanbul, KÜY Yay., Haziran, 2016, s. 187-188.

Ülkelerin toplam brüt borçlarının (genel devlet borcunun) GSYH'ya oranı ilgili ekonominin genel görünümü hakkında bilgi verir ve kamu maliyesinin sürdürülebilirliği konusunda etkili bir gösterge faktörünü temsil eden. Kamu borcunda zaman içindeki değişiklikler ve borçtan kaynaklanan açığın ekonomi içindeki genel gidişatı kamu borcunun ekonomideki etkisini yansıtan sonuçlar sunar. Bu gösterge GSYH yüzdesi olarak ölçülür.⁶⁰

Grafik 1.8.: Ülke Gruplarına Göre Kamu Borçlarının GSYH'ya Oranı



Kaynak: IMF, 2018.⁶¹

Küresel iktisadi sistemi topyekûn bir özel teşebbüs uygulama alanı olarak kurgulayan neoklasik iktisadi düşünce sistemi⁶² Fed, IMF, Dünya Bankası gibi kurumların yönetim politikalarında kendini açık şekilde ifade etmektedir. Bu kurumlardan, kredi kuruluşu olması sebebiyle küresel ekonominin şekillenmesinde aktif rol alan kurumlardan biri de bir Bretton Woods kuruluşu olan IMF'dir. Bir Bretton Woods etkisi olarak ele alınan IMF yapısal uyum programları vasıtasıyla ağırlıklı olarak gelişme yolundaki ülkelerin devlet bütçelerini faiz dışı fazla vermeye dönük bir hedefle yönlendirirken, bu ülkelerin serbestleşmeye dönük ekonomi politikalarında neoliberal tercihlerle uyumlu bir makro yönetişimsel temelin oluşmasına da hizmet eder. Böylelikle uluslararası sermaye hareketlerinin az gelişmiş

⁶⁰ General Government Debt, **OECD Data**, (Çevrimiçi) <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm>, 02.11.2018

⁶¹ IMF Data, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/datamapper/>, 3.11.2018

⁶² İbrahim Erol, Ece Demiray, "2008/9 Küresel Finans Krizi Sonrasında Ekonomi Teori ve Politikasında Yeni Stratejileri", **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Yıl 7, Sayı 12, Mayıs 2015, s.20, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/180512>, 10.11.2016.

ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşam alanı bulması da yaratılmış olmaktadır.⁶³

Olabildiğince standart ve ülkeler arasında bariz farklılıklar içermeyen bir idare protokolü sunan IMF destekli istikrar programlarının geçtiğimiz yüzyıldaki versiyonlarında başlıca politika araçları arasında “*sıkı para politikası, devalüasyon, kamu sektörü harcamalarının azaltılması, kamu sektörü gelirlerinin artırılması, piyasa faiz oranlarının yükseltilmesi, ücretlerin kontrolü, serbestleşen dış ticaret normları ve fiyat kontrollerinin kaldırılması uygulamaları*” ağırlıklı olarak yer almaktadır.⁶⁴

Küresel finans kurumlarının rolleri ve etkileri ile bu kurumların oluşturduğu yapının ardındaki unsurlar üzerine yapılan araştırmaların bilinen ilk örnekleri arasında Benjamin Cohen’in çalışmaları yer almaktadır.⁶⁵ Bu çalışmalarda hükümetlerin idaresindeki makro iktisadi seçimlerin nitelikli bir parasal sistem kurgusu ile donatılması, iktisadi etkinlik ile birlikte istikrarı da sağlayabilecek etkili bir eylem olduğu vurgulanmaktadır. Bilhassa Asya Krizi sonrası zikredilmeye başlanan yeni uluslararası finansal mimari kavramı uluslararası parasal sistemin de şekillenmesinde etkili olmaktadır. IMF ise bu süreçte, faaliyetleri ile küresel para sistemini etkileyebilerek bilhassa gelişmekte olan ülkelerdeki* eylemleri ile global bir merkez bankası gibi çalışabilecek konumdadır.

Öte yandan, ABD’nin hegemonik gücünün dünya üzerinde yer değiştirdiği bir dönüşüm sürecinde parasal gücün de bu yapı içinde evrildiği görülmektedir. Hükümetlerin ve piyasa oyuncularının muhtemel her türlü iktisadi kırılganlığa karşı otokontrolü tesis edilmiş ve istikrarlı bir parasal sistemin oluşumunu

⁶³ Mathieu Dufour, Özgür Orhangazi, “Capitalism, Crisis and Class: The United States Economy After 2007-2008 Financial Crisis”, *SAGE Journals*, 2014, Vol 46, Issue 4, p. 11, (Çevrimiçi) <http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0486613414537981>, 19.04.2016.

⁶⁴ İlker Parasız, ‘Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar: Dünyada ve Ülkemizde Kalkınma Makro Ekonomisi, Sorunlar’, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2002, s. 157-160, (Çevrimiçi) eBook Collection (EBSCOhost) <http://eds.b.ebscohost.com/>, 19.04.2016.

⁶⁵ Benjamin J. Cohen, *Organizing the World’s Money: The Political Economy of International Monetary Relations*, New York, Basic Books, 1977.

* Bkz. Ekler: Türkiye IMF İlişkilerine Kısa Bakış.

gerçekleştirmeleri gerekmektedir.⁶⁶ Bu bağlamda da IMF ve benzeri kuruluşların rollerinin de yeni oluşumlara devredilme kurguları gelişmektedir.

IMF'nin ülkelere sunduğu ekonomi paketlerinin beraberinde getirdiği dış borç sorunu kaynağını borç veren (IMF) ve borç alan kurumların yönetim sürecini ve çalışma prensiplerini şekillendiren yaklaşım tarzı belirlemektedir. Doların tüm dünya özelinde baz para olması temelinde ABD'nin idari önceliklerine göre kurgulanmış kurumlarla, dünyanın geri kalanının ne tür risklerle karşılaşabileceklerine konsantre olunmadığı görülmektedir. Ancak bir yandan da IMF'nin 2008 krizi öncesi kimi tavsiyeleri ve 2008 sonrası imaj yenileme gayretleri neticesinde söylemde bir yenilenmeye yöneldiği de düşünülebilir. Fakat IMF'nin bu dönemde ekonomi politikaları özelinde bir fark sunmadığı açıktır. Yükselen piyasa ekonomilerinin takibindeki kriz öncesi IMF reçeteleri kriz akabinde yüksek faizli borçla elde edilmiş sıcak paraya karşı büyük bir dış borç sorununu tetiklemiştir.* IMF'nin reçeteleri *“enflasyon hedeflemesi, yüksek reel faiz, bütçelerde faiz dışı fazla hedeflemesi ve esnek kur”* ekseninde şekillenirken, yüksek cari açıkları olan Orta ve Doğu Avrupa ile Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere IMF politikalarını uygulayan ülkelerin kronik dış borç problemine takılı kaldıkları görülmektedir.⁶⁷

IMF'nin ve Dünya Bankası'nın küresel iktisadi sisteme şekil veren Bretton Woods örgütleri olarak etkisini muhafaza ettiğini düşünen gruplara karşın, sistemin yeni düzenlemeleri içeren bir revizyona ihtiyaç duyulduğu ve bunun için yeni çözümler üretebilecek kurumsallığın geliştirilmesi gerektiği görülmektedir. İlgili kuruluşlara yönelik sunulan eleştiriler bu örgütlerin yönlendirmelerinin ve analizleri neticesinde ortaya çıkan raporlarının tesir altında geliştirildiği yönündedir. Bu bağlamda hem küresel finansal yapının hem de uluslararası ticaretin ulusal ekonomiler üzerinde oluşan borç yüküne sebep olabilecek unsurlarının iyileştirilmesine yönelik

⁶⁶ Benjamin J. Cohen, “The International Monetary System: Diffusion and Ambiguity International Affairs”, **The Royal Institute of International Affairs**, 84 (3), Blackwell Publishing Ltd, 2008, p. 463-468, (Çevrimiçi)

<https://www.polsci.ucsb.edu/people/benjamin-j-cohen>, 12.11.2017.

* Bkz.Ekler: 2019 Yılı İtibariyle Ödenmemiş IMF Kredileri.

⁶⁷ Korkut Boratav, “IMF: Dün ve Bugün”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 34, Sayı 1, 2016, s. 35, (Çevrimiçi)
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/huniibf/issue/28710>, 11.04.2018.

düzenlemelerin sunulmasında ilgili kurumların daha yapıcı ve somut adımlar atması beklenilmektedir.*

Küresel ekonominin sorunlarına yönelik geliştirilecek düzenlemeler egemen ileri ekonomilerin inisiyatiflerinin üzerinde bir temsil eşitliğini içermelidir. IMF'nin imkânları ve çözüm önerileri küresel sistemin içinde kendisine hareket alanı bulmakta zorlanan ekonomiler için yeterli olmadığı kanaati giderek yaygınlaşmaktadır. Bu açıdan IMF'nin kabullerine alternatif olabilecek arayışlar bizzat küreselleşme taraflarında da belirmiştir.** Ancak bu durumun IMF'nin gelişimindeki geçmiş saiklere benzer, aranan gerçekçi bir küresel uzlaşının uzağında olma ihtimali de akıllara gelmektedir. Zira IMF üzerinden gerçekleştirilen ABD merkezli hegemonik çıkarların artık farklı bir formda kendine yeni yaşam alanları açabileceği de ihtimaller dâhilindedir. Etki alanı ve çalışma etkinliğini yitirmiş bir kurum üzerinden ısrarcı olmak elde edilmesi hedeflenen çıkarlar için zafiyet yaratıcı görülebilir. Karşılanamayan IMF beklentileri yeni ortaklıkların ve oluşumların doğrudan bir gerekçesi de olabilir.*** Fakat her şekilde ulusal ekonomik dengeyi şiddetle bozan

* Benzer eleştiriler kredi derecelendirme kuruluşları için de yapılmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri yanlış ve şeffaf olmayan özellikleri ile muhataplarını yanlış yönlendirebilmektedir. Öyle ki bu kuruluşlar derecelendirme sürecinde öne sürdükleri notları tatmin edici şekilde tam olarak hangi saiklerle, ne tür yöntemleri kullanarak ve hangi dayanaklarla elde edebildiklerini açıklamayabilmektedirler. (Detaylar için bkz: (i) Anette Heuser, "The Three Agencies with the Power to Make or Break Economics," **TEDGlobal**, 2013, Edinburgh, (Çevrimiçi) https://www.ted.com/talks/annette_heuser_the_3_agencies_with_the_power_to_make_or_break_economies, 02.01.2017, (ii) "A Report: Financial Stability Board, Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings", **Financial Stability Board**, 27.10.2010, (Çevrimiçi) http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=116, 02.01.2017

** IMF'nin 20. yy'daki etkinlik düzeyini koruyamaması üzerine alternatif her türlü platform kayda değer bir ilgiyle karşılanmaktadır. Bu da küresel iktisadi sistemdeki ortak akıl, bilgi transferi ve durum tespiti gibi konularda hissedilen yönetsel eksikliğin bir işaretidir. Küresel ekonominin güncel sorunları için de G-20 bir alternatif olma yolundadır. 1999'da kurulan G-20 ile hedef özellikle küresel finans vasıtasıyla üye ülkeler arasındaki işbirliği imkânlarını artırmaktı. Ancak grup 2008'den itibaren liderler düzeyinde temsille gerçekleşen toplantılarla küresel ekonominin kırılganlıklarını gidermek adına ihtiyaç duyulan düzenlemelere odaklandı. Hala kalıcı çözümler sunulmamış olmakla birlikte G20 liderleri derecelendirme kuruluşlarının etkisini kırarak yeni seçeneklerin gelişmesinin önemine dikkat çekmekte. İcraattaki bu ve benzeri aksaklıklar da G-20 dışında da yeni alternatif oluşumların gelişimine duyulan ihtiyacın hala sürmekte olduğunu işaret etmektedir.

*** Örneğin Çin-Rusya-İran yaklaşması üzerinden yükselen yeni bir Çin hegemonyasının oluşmasına hizmet edebilir bu eksiklik. Böylesi bir gelişme ise Çin'in yükselen gücünün ardında aslında geçtiğimiz son birkaç yüzyılın hegemonik unsurlarının etkisinin olabileceğinin kanıtı da olabilir.

küresel borçlanmanın hızını kesecek makul birleşmelerin sunacağı çözümlere duyulan ihtiyaçların giderilmesi beklenmektedir.

1.1.3. Âdemi Merkeziyet

Teknik olarak birden fazla tarafın kendi bağımsız kararlarını vermesini gerektiren bir sistem olarak nitelendirilen âdemi merkezi sistem⁶⁸, kamu yönetimi açısından modern zamanların en yaygın kamu yönetim ideolojisi olarak tanımlanmaktadır.⁶⁹ İktisadi sistemin içinde âdemi merkeziyet ise serbest piyasa ekonomisinin gelişim evresi içinde başta üretim, ardından örgütsel olarak merkezsizleşme sürecine tekabül etmektedir.

Bankacılık açısından ise merkezi olmayan yani müdahale unsurlarının olmadığı veya sınırlı bırakıldığı bir yapıda bankaların kendi yönetsel koşullarını belirleyebilmesidir. Bankacılık sistemindeki düzenleme unsurlarının gündeme geldiği bir düzlemde Bankacılık Okulu (Banking School) ve Nakit Okulu (Currency School) olarak temsil edilen iki temel görüş ile bankacılık alanındaki merkezsizleşme sınırları incelenebilir.⁷⁰ Bankacılık Okulu merkez bankalarının bankacılık üzerinde etkili olmaması gerektiğini savunurken (çünkü süregelen kredi talebi herhangi bir müdahaleye gerek kalmaksızın paranın yaratılması sürecini kesintisiz olarak sürdürecektir), Nakit Okulu ise aksi yönde para ve maliye politikası eylemlerinin bankacılık sistemi üzerinde etkili olması gerektiğini savunmuştur.⁷¹

90'lı yıllarda etkisini belirgin şekilde gösteren merkezsizleşme yönelimleri 20. yy kapitalizminde Keynes'in savlarında da kendisini göstermektedir. Ekonomide aktif kamusal unsurları kaçınılmaz gören Keynes, demokratik ilkeyi veya

⁶⁸ Khare Rohit, "Extending the Representational State Transfer (REST) Architectural Style for Decentralized Systems", **Dissertation**, University of California, Irvine, 2003, p.151, (Çevrimiçi) <https://www.ics.uci.edu/~rohit/Khare-Thesis-FINAL.pdf>, 02.04.2019.

⁶⁹ Ewan Ferlie, Laurence E. Lynn, Christopher Pollitt, **The Oxford Handbook of Public Management**, Oxford University Press, 2007, p.372.

⁷⁰ Anna J. Schwartz, **Banking School, Currency School, Free Banking School**, Palgrave Macmillan, 1989 (p.41-49), p.41.

⁷¹ Charles Goodhart, Meinhard Jensen, "Currency School Versus Banking School: An Ongoing Confrontation", **Economic Thought**, 4 (2), 2015, p. 20-31, LSE Research Online, (Çevrimiçi) <http://eprints.lse.ac.uk/64068/>, 17.04.2019.

parlamentonun nihai egemenliğini bozmamak kaidesiyle her koşulda merkezîyetçilikten vazgeçmeyi bir vazife olarak görür ve özellikle yeni ve hükümetin görevlerine emanet edilecek olan yarı bağımsız şirketler ve organlar kurmanın önemini vurgular.⁷²

Âdemi merkezîyetçi yönetim usulü özellikle son yirmi beş yılda yoğun bir şekilde ülkelerin daha demokratik ve yüksek katılımlı bir yönetim sistemine erişilmesinin yöntemi olarak anlatıldı. Her ne kadar artık dezavantajları daha net bir dille ifade edilebiliyor olsa da (küresel teşvikin bir temsili olması hasebiyle) örneğin Dünya Bankası'nın merkezsizleşmeye olan inancı, Banka'nın katkı sağladığı projelerden kolaylıkla izlenebilmektedir. 1963'den bu yana 72 farklı alanda destek sağlanan binlerce Dünya Bankası projesinden toplam 697 proje âdemi merkezîyetçilik alanında gerçekleştirildi. Tüm projelerin içindeki ağırlığı %15'e tekabül eden âdemi merkezîyetçilik projeleri Dünya Bankası projelerinin konularına göre dağılımı içinde en yüksek paya sahiptir.* Dünya Bankası'nın bu tür projelere inancı uygun koşullar altında âdemi merkezîyetçilik biçimlerinin tümünün, gelişmekte olan ülkelerde siyasi, ekonomik ve sosyal faaliyetlere katılımın yaygınlaştırılmasında önemli roller oynayabileceğine duyduğu güvene dayanmaktadır. Sonuç olarak âdemi merkezîyetçiliğin iyi politika ve iyi ekonominin aynı amaca hizmet edebileceği bir temsili yüklendiğine inanılmaktadır.⁷³ Ancak bahsi geçen "uygun koşulların" tesisindeki zorluklar çoğu kez görmezden gelinmektedir.

Sürecin siyasal olarak demokratikleşmeye sağlayacağı katkı ile gelişmekte olan ülkelerin yönetsel olarak tüm sosyal unsurlarıyla âdemi merkezîyetçi yapı çerçevesinde merkezsizleşmesi teşvik edilmektedir. Afrika ülkeleri ve Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere, gelişmekte olan ekonomilerin merkezsizleşme tercihleri ile serbest piyasa koşullarına uyum süreçleri paralellik sergilemektedir. Bu duruma ek olarak sıra dışı olması hasebiyle, eski sosyalist devletlerin serbest piyasaya geçiş

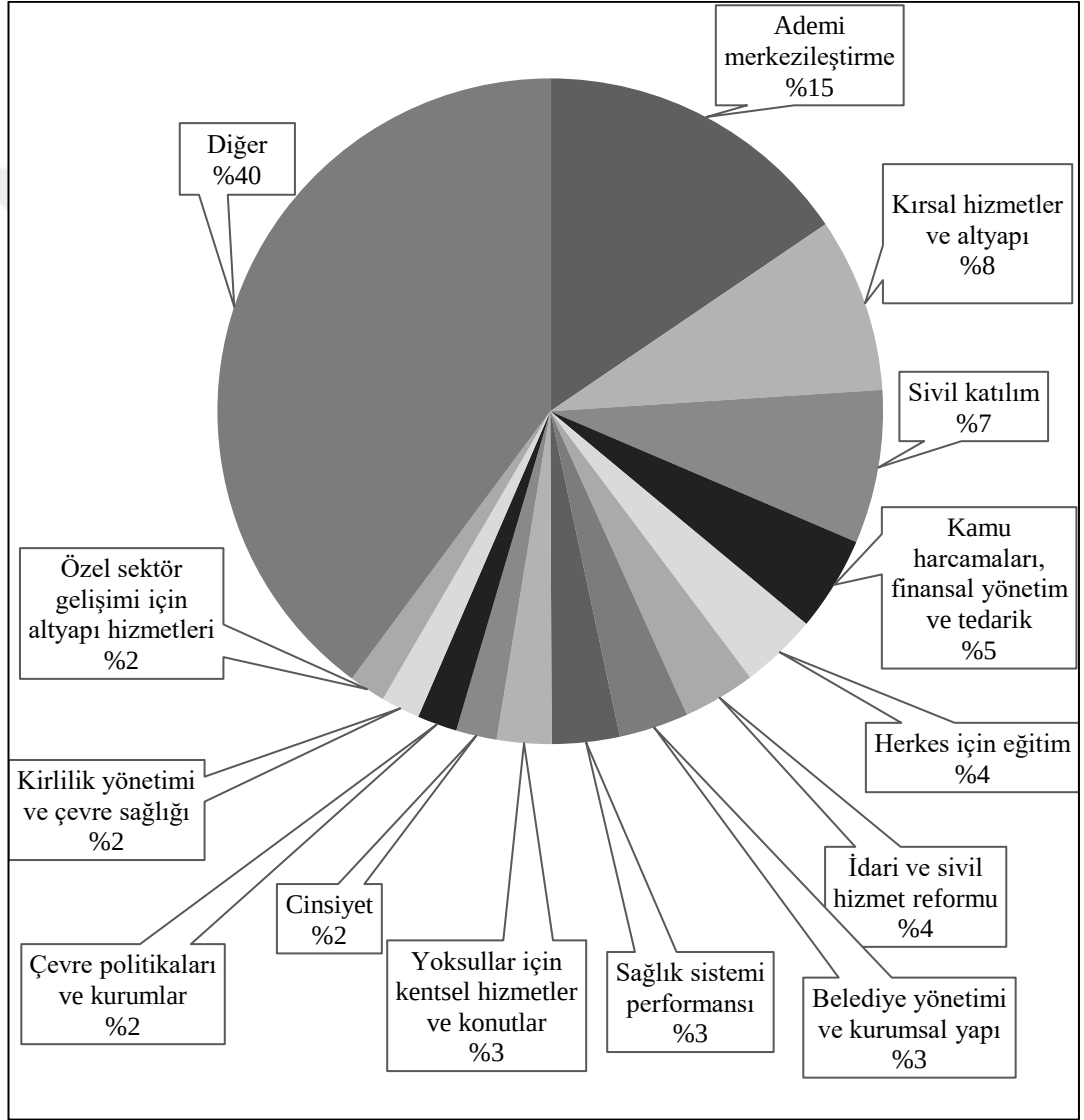
⁷² Keynes, John M., **Essays in Persuasion**, Macmillan and Co., 1931, Project Gutenberg, eBook, Distributed Proofreaders Canada (Çevrimiçi) <http://www.pgdpCanada.net>, 2013, p.104.

* Bkz. Ekler: Dünya Bankası'ndaki Projelerin Konularına Göre Dağılımı.

⁷³ "Political Decentralization", **World Bank**, Decentralization & Subnational Regional Economics, (Çevrimiçi) <http://www1.worldbank.org/publicsector/decentralization/political.htm>, 12.04.2019.

süreçlerinde tercih edilen âdemi merkezîyetçi yönetim usulleri ve sonuçları hukuki, kamu yönetimi ve iktisadi kapsamda dünya tarihi için merkezîleşmenin farklı koşullardaki, derecelerdeki ve türlerdeki pratiğinin en iyi gözlemlenebileceği uygulamalar arasında yer almaktadır.

Grafik 1.9: Dünya Bankası Operasyonlarının Konu Başlıklarına Göre Dağılımı



Kaynak: Dünya Bankası⁷⁴

⁷⁴ “Projeler”, **Dünya Bankası**, 13 Nisan 2019 itibariyle Dünya Bankasındaki Operasyonlarının Konu Başlıklarına Göre Dağılımı, (Çevrimiçi)
<http://projects.worldbank.org/search?lang=en&searchTerm=Decentralization>, 19.04.2019.

Merkezsizleşmenin iktisadi boyutunun (ve hukuki süreci ile merkezsizleşmenin doğuracağı sonuçların toplumsal değişimlere yönelik etkilerinin toplumdaki karşılama derecesi gibi konuların) ise literatürde artan bir şekilde ilgi çekmeye başladığı görülmektedir. Araştırmalar göstermektedir ki pratikte ekonomideki tüm organların aynı şekilde ve derecede âdemi merkeziyetçi olması gerekmez. Devletin yine mutlak sorumlu olduğu ancak yerel organlarla uygulamadaki yetki dağılımını paylaşabildiği merkezsizleşme süreci örneğinde görülebileceği gibi, yerel organ merkezin rolünü sınırlı bir alan için yüklenmektedir. Bu durum yerel yönetimler arası bir rekabet unsurunu da doğurabileceği için, bu rekabetin bir dereceye kadar hizmet kalitesi seviyesini de yükselteceğine inanılmaktadır. Bir hizmetin sunumunda veya hizmeti sunma hakkı için rekabeti yapılandırmanın mümkün olduğu durumlarda, kanıtlar hizmetin daha verimli bir şekilde sağlanacağına işaret eder. Uygulamada nadir olmasına rağmen, yerel yönetimler belirli yerel hizmetleri sağlama hakkı için başarılı bir şekilde rekabet etmişlerdir.⁷⁵

Devletin, küresel eğilimlerin etkisindeki yönetim sürecinde merkezi konumunun reddedildiği ama bazı açılardan hala önemli işlevlerinin de bulunabileceğini savunanların başında yer alan Dünya Bankası ve takipçileri bu yönetim modeline serbest piyasa ekonomisinin sunduğu ve giderek yaygınlaşmış olan üretim modelinden gelen güç gerekçesi ile güven duymaktadırlar. Bu güç ile denetim ve yönetim unsurlarının da yerini âdemi merkezi yapılara bırakmasına küresel düzeyde merkezsizleşen üretimi gerekçe gösterirler. Dolayısıyla burada serbest piyasa ekonomisi içindeki küreselleşme olgusu ile gelişen bir merkezsizleşme süreci karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda “ulusötesi şirketlerin yayılmasını, doğrudan yabancı yatırımların genişlemesini, uluslararası birleşmeler ve satın almaları, stratejik ittifaklar ve ulusötesi nitelikteki birleştirici yönetimleri” teşvik eden yapı, temelde âdemi merkeziyetçi bir yönetim usulünü de kaçınılmaz olarak sunmaktadır. Yönetişim olgusunun ilişkilendirildiği dört temel süreçten biri de uluslararası kuruluşlarca (topluluklar, gruplar, küresel düzenleyici örgütler ve şirketler gibi) desteklenen rekabetçi piyasaya uyum sürecinde devletlerin de bu rekabete eşlik etmesi

⁷⁵ Political Decentralization, a.g.e.

1.1.4. Parasal İktisat Ekseninde Kapitalizm-Devlet İlişkisi: Güç ve Müdahale Unsurları

Kapitalizminin devlete dönük yüzü üzerinden yapılacak bir ilişki tahlilinde paraya ve parasal unsurlara dair gelişmeler bu ilişkinin düzeyini doğrudan etkileyen belirleyici bir rol üstlenmektedir. Bu bağlamda kapitalizmin geçmiş evrelerine gidilerek, kapitalizm-devlet ilişkisine dönük ilgili süreçte ne gibi farklılaşmalar geçirildiği gözlenebilir.

18. yy ile birlikte İngiltere'nin öncülüğünde girişim özgürlüğü Kuzeybatı Avrupa'da yerini sağlamlaştırdı. Ancak bu durum iktisadi boyutu itibariyle, her ne kadar asgari düzeyde olma gayreti ile şekillense de hükümet müdahalesizliği mutlak değildi. İngiltere'de bu kapsamda memurların ve ardından kadınların ve çocukların, en sonunda da yetişkin erkeklerin çalışma koşulları kanuni düzenlemelere tabi tutuldu. 19. yy'da ise toplumsal sorunların gölgesinde adeta bir geriye dönüş yaşanarak, geçmişte birikmiş şehirli işçi sınıfı fakirliğin baskısı ile gücünü fark edip, devleti faaliyete zorladı. I. Dünya Savaşı öncesine denk gelen ve tekelci kapitalizm olarak nitelendirilen dönemin kapitalizmi devlet müdahalesinin dirilişini temsil etmekteydi. Dünya Savaşı ve takip eden yıllardaki ekonomik gelişmeler (başta yaşanan buhranlar olmak üzere) Marksist ekolün takipçilerinin teşhislerinin delilleri olarak belirirken, başta Keynesçiler iddia edilen üzere sistemin çözülüyor olduğu fikrini desteklemeyerek, ekonomik düzenin (teknolojik gelişmeler ve yeni bir siyasal düzenin karşısında) mevcut şartlara uyarlanacak bir esnekliğe sahip olması gerektiğini vurguladılar.⁷⁷

Devlet-kapitalizm ilişkisi yalnızca iktisat bilimi ile siyaset bilimi ekseninde değil, ağırlıklı olarak fanatik toplumsal eğilimlerin gölgesinde kavramsal çatışmalarla ele alınmaktadır. Bu iki kavramın stratejik koordinasyonu ve uyumu ile çatışmaları ve aksaklıkları ekonomi politiğin kuramsal ve ampirik eleştirileri çerçevesinde incelenmektedir.⁷⁸ Hem liberal hem de Marksist yaklaşımların devlet müdahaleleri ile

⁷⁷ Landes, **a.g.e.**, s.30-34.

⁷⁸ Bob Jessop, **Hegemonya, Post-Fordizm ve Küreselleşme Ekseninde Kapitalist Devlet**, Derleyen Betül Yazar, Alev Özkazanç, İstanbul, İletişim Yayınları, 2005, s. 13.

ilgilenirken odak noktalarının kuramsal olarak “devlet” kavramından* uzak, müdahale odaklı yani piyasa kavramı etrafında şekillendiği görülür.⁷⁹

Tekelci kapitalizmin karşımıza çıktığı süreçte devletin kurumsallığının geri plana itilip, sermaye odağında bir iktidar gündeme gelmektedir. Tekelci kapitalizmin tekelci devlet kapitalizmine dönüşme süreci ise kapitalizmin son evrelerine dair varsayımları içermektedir. Kapitalizmin genel krizinin son evreyi oluşturduğu ve bunun da devletin kapitalizm içindeki ağırlığını artıran bir unsur olduğu ihtimal dâhilindedir. Bu yaklaşıma göre ekonomi içindeki rekabetin işleyiş sürecinin belli bir aşamasında sermayenin merkezileşerek, sonuçta tüm ekonomiye tekellerin hâkim olması ile kapitalizmin yeni bir evreye geçmesine hizmet ettiği görülmektedir. Liberal ekonominin önceki evrelerinde rekabetin kendi kendini düzenleyen piyasa güçleri ile artan üretime hizmet etmesi durumu yaşanırken, bu evresinden tam tersi, güçlenen kar oranlarının düşme ihtimali ile üretimin gerilemesine dikkat çekilmektedir. Dolayısıyla bu safhada devlet müdahalesi ile sistem yeniden dengelenmeye çalışılır ki bu da devletin ekonomiye giderek daha fazla müdahale etmesini gündeme getirir. Böylelikle çeşitli şekillerde geliştirilen devlet müdahaleleri ile tekelci kapitalizm, tekelci devlet kapitalizmine evrilmiş olmaktadır.⁸⁰

Kapitalizm-devlet ilişkisinin bir başka tarafını ise devletlerin birbirleri ile olan ilişkileri oluşturmaktadır. Birlikler, bağlı olunan örgütler ve uluslararası hukuk normlarının tesis edilmesi gayreti ile şekillenen bu mekanizmanın olası parasal tehditlere karşı kullanılması ise birlik ekonomilerinde kendisini daha net gösterir. Dolayısıyla ekonomiye dönük geliştirilen müdahale unsurlarından birlik mücadelesinin gelişmesi cephesinin tesisinin desteklenmesine hizmet edecek yasal

* İktisat algısının (kavrayışının) sınırlı oluşunun bir sonucu olarak iktisadi kurumların devlete yaklaşımına dair eleştiriler göstermektedir ki, başlı başına özel olarak ele alınması gereken bir kavrama üstün körü yaklaşılması, iktisadi açıklamaları da sığlaştırabilmektedir. Devletin iktisadi rolünde sergilediği reflekslerin sebebi ve bu görevi ifada yaşanan eksiklerin ve bunların doğurduğu aksaklıkların disiplinlerarası bir zeminde ele alınması gerekliliği bulunmamaktadır. Çünkü hukuk ve sosyoloji başta olmak üzere kavramların farklı disiplinler için ortak bir algı çerçevesinde toplanabilmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bağlamda baskın bir algının tezahürü olarak devletin, kapitalizmin garantörü olmasının iddiası ise ekonominin belirleyici, devletin ise ikincil öneme sahip bir uygulayıcı olduğu savının yansımasıdır. Bu gibi iddiaların analizi için çoklu disiplinli bir yaklaşımın benimsenmesine ihtiyaç duyulmaktadır.

⁷⁹ A.e., s.35.

⁸⁰ A.e., s.48-51

düzenlemelerin kurumsal temelleri birlik desteği ile de atılmış olur. Tarifeler ve Ticaret Genel Anlaşması, Uluslararası Ticaret Hukuku Hakkında BM Komisyonu (UNCITRAL), Ticaret ve Kalkınma Hakkında BM Konferansı (UNCTAD) gibi BM'in altındaki oluşumlar ve IMF ve Dünya Bankası gibi örgütler aracılığıyla uluslararası hukukun ekonomi alanına dâhil olması açısından yeni normların teşekkül etmesi takip edilebilmektedir. Bu da kapitalizm-devletlerarası ilişkilerin düzenlenmesine yönelik uygulamalar çerçevesinde ele alınmaktadır. İlgili adımlar işlerliği tartışılmakla birlikte temellerinin atıldığı 20. yy'ın en önemli gelişmelerinden biri olarak kabul edilmişlerdir.⁸¹

Küreselleşmenin gücü karakterize edilirken, ulus devlet yapısına ket vuran unsurlardan biri de “dünya ekonomik rejiminin” gelişimidir. Ulusal sınırların göz ardı edildiği sermaye yatırımlarının küresel hareketliliğinin iktisadi ilişkilerin idaresinde devletleri kısıtlanması bu gelişimin bir sonucu olarak gösterilmektedir.⁸² Küresel kapitalizm sonrası evrenin millileşme eğilimleri ile konunun 21. yy formatı geçmiş yüzyılın değerleriyle mukayese edilmemesi gereken bir değişime maruz kalmaktadır. Buna rağmen sermayenin el ve (devlet muhafazalı sermaye özelinde) konsantrasyon değiştirmesinin özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler yönüyle yeni ulus devlet gelişimini tehditten münezzeh olacağı henüz müphemliğini muhafaza etmektedir. Bu sebeple de mevcut kapitalizm-devlet ve kapitalizm-devletlerarası ilişkilerinde aşağıda bahsi geçen hükümdeki ekonomik unsurlara karşı tehdit teşebbüslerinin pratikte hukuki bir ihlal olarak karşılığı bulunmamaktadır.

“Hiçbir devlet ya da devletler grubu doğrudan ya da dolaylı olarak her ne sebeple olursa olsun diğer bir devletin iç ya da dış ilişkilerine müdahalede bulunma hakkına sahip değildir. Dolayısıyla, silahlı müdahale ve diğer bütün müdahale formları ya da devletin kişiliğine veya onun politik, ekonomik ve kültürel unsurlarına karşı tehdit teşebbüsleri uluslararası hukukun ihlalidir.”⁸³ (Devletlerarası Dostça İlişkiler ve İşbirliğine İlişkin Uluslararası Hukuk Prensipleri Hakkındaki Deklarasyon, BM, 1970.)

⁸¹ Malcolm N. Shaw, **Uluslararası Hukuk**, Çev. Ed. İbrahim Kaya, Türkiye Bilimler Akademisi, 8.baskı, 2017, s. 27.

⁸² **A.e.**, s.34.

⁸³ **A.e.**, s.163.

Kapitalist ilişkilerde devletin sistem ile olan bağıını şekillendiren belirleyici öğelerden birini de “güç” kavramı oluşturmaktadır. Bu kavram kapitalizmin pratiğinde olduğu kadar esasında felsefi gelişim evresinde de bilhassa tutkular ve çıkarlar ekseninde karşımıza çıkan bir kavramdır. Öyle ki insanoğlunun zararlı tutkularının, iktisadi bir sistem olarak kapitalizm gibi bir sistemle yararlı çıkarımlar elde edebilmek için yönlendirilebileceği gibi iyimser bir yanı da bulunan kapitalizmin gelişim süreci, liberal iktisat öğretilerinin savunucuları açısından başarı öyküleri ile dolu bir serüvenden farksızdır. Ancak kapitalizmin yükselişine dair Marksist ve Weberci yaklaşımlarda olduğu gibi farklı saiklere sahip ekollerin önceliklendirdikleri odak noktalarına göre şekillenmiş iktisadi unsurlara atfedilen değer değıştikçe ilgili tanımlamaların ve sınıflandırmaların aralarındaki fikri uçurum da giderek belirginleşmektedir. Ne var ki bu ayrımlar kökenleri itibariyle kapitalizmin yükselişini felsefi açıdan düşünce sistemlerinin gelişimde birer kırılma unsuru olarak görmekte neredeyse hem fikirdirler.⁸⁴ Tutkuların ve çıkarların dönüşümünün, destekleyici bir sistem mevcudiyetiyle elde edilebilecek ortak avantajlar sonucunda tüm toplumların refaha kavuşabileceği fikri kapitalizmin felsefi temellerini şekillendirmiştir. Fikri gelişimi uzun sayılabilecek aşamalara dayanan bu tezin kökeni devlet yönetimi ile ilgili kaygılarda aranabilir. Burada *“Dizginlenmesine en çok ihtiyaç duyulan tutkular büyük ölçekte zarara yol açabilecek konumlarda olan ve daha aşağı konumdaki kişilere göre daha fazla tutkularla donatılmış olduklarına inanılan “Güç Sahiplerinin” tutkularıdır.”* denilerek iktidar sahiplerinin dizginlenmesinin önemi üzerinde durulmaktadır. Gücün gelişiminde ise sermayenin bilinen tüm unsurlarıyla şekillenmesinin geçirdiği aşamaların etkileri görülmektedir. Bu kapsamda (John Miller’in takipçileri) Fransa’da Montesquieu ve İskoçya’da James Steuart, Avrupa’da barbarlıktan ticaretin nasıl doğduğuna odaklandıkları, ancak zamanla bu odaktan çıkan düşüncelere fizyokratlar ve A. Smith ile ket vurulduğu görülmektedir. Modern ekonominin saat gibi işleyen bir mekanizma olduğu ön kabulünden yola çıkılacak olursa Steuart *“Hiç kimse bu mekanizmanın işleyişine müdahale etmeye cesaret edemez”* derken, fizyokratlar *“müdahaleyi engelleyecek siyasal düzeni”* savunurlar. Her iki gurubun savunucuları da *“yönetenlerin beceriksiz, keyfi ve savurgan*

⁸⁴ Albert O. Hirschman, **Tutkular ve Çıkarlar Kapitalizm Zaferini İlan Etmeden Önce Nasıl Savunuluyordu**, Çev. Barış Cezar, İstanbul, Metis Yay, 2008, s. 26-31.

siyasetlerinin iktisadi gelişmeyi ciddi ölçüde zedeleyebileceği” görüşünde hemfikirlerdi. Öyle ki ulusların zenginliği “*şahsi çıkarların kısıtsız şekilde güdülmesini haklı gösterebildiği*” için güçlü bir iktisadi dayanak yaratabilmiş, dolayısıyla bu haklı görme halinin korunabilmesi de belirleyici bir durum oluyordu. Smith bir yandan anlattığı sürecin sonucunu açıkça iyi karşılar (çünkü iyi yönetimin tesis edildiği düzen bireylerin “*özgürlüğünü ve güvenliğini*” getirmiştir), öte yandan bu mutlu sonu getiren olaylar dizisindeki güdülerden çok sert bir dille söz etmiştir. Bu çelişki olasılıklı duruşun insan davranışlarının amaçlanmayan sonuçları ortaya çıkarmaktan aldığı zevkle açıklanması mümkündür. Öte yandan burada Smith’in, “görünmez eli” gereğinden fazla uyguladığı kanaati de uyanmaktadır. Çünkü beylerinin akılsızlığı konusunun alayla ele alınışı, beylerin kendi sınıf çıkarlarına karşı nasıl bu denli kayıtsız olabileceklerini düşündürmektedir. Bu durum Smith’in, düşünsel bilmecelele dolu, kapitalizmin yükselişine yönelik çelişkili olan yaklaşımına sunulabilecek bir örnek olarak gösterilmektedir. Sonuçta, ilgili gelişmelerle Smith’ten önce gelen birçok düşünürün de gündeminde olan, çıkarların güdümündeki davranışların tutkulu beklentiler üzerindeki tesiri odağındaki tartışmalara bir süre ara verilmiş oldu. Smith’ten sonraki iktisadi tartışmalar, büyük oranda Smith’in “*genel (maddi) yararın en iyi biçimde ancak toplumun her üyesinin kendi şahsi (maddi) çıkarının peşine düşmesine izin verilmesiyle sağlanabileceği*” önermesi üzerinde odaklandı.⁸⁵

Öte yandan, neoliberal küreselleşmenin eleştirel bağımlılık teorilerini ve yeni emperyalizm eleştirilerini inceleyerek, ampirik analizi ile değer, verimlilik, sömürü vb. kavramları 21. yy için ele alan John Smith artan borç, varlık kabarcıkları, küresel dengesizlikler ile gelişen 2008’deki küresel finansal krizin sistemi çöküş noktasına getirdiğine dikkat çekmektedir. Sıfır faiz ve niceliksel genişlemenin sunduğu çözümün sistemin sunabildiği en iddialı çözüm önerisi olmasını ironik bulan yazar, bu çözümlerin başarısını finansal varlıkların değerini (dolayısıyla bu varlıklara sahip olanların zenginliklerini) koruyabilmeleri yoluyla kaçınılmaz sonu erteleyen bir durum olarak değerlendirmektedir. İtirazların başlıca dayanağını kapitalizmin tüm

⁸⁵ A.e., s. 81-114.

zenginlerin kaynağı olan işgücü ve doğa ile bu ikisinin arasındaki etkileşime verdiği zarar oluşturmaktadır. Yaşanan kriz finansal bir kriz olarak tanımlanırken, krizin etkileri itibariyle sistemin çelişkilerinin daha önceki krizlerde olduğundan daha fazla seçilebilmesine imkân tanıdığını ve 20. yy'ın son çeyreğinden bu yana kapitalist üretim modeli ve bu modeli şekillendiren çelişkilerin bir tür dönüşüm sürecine tabi olduğunu vurgulamaktadır. Bu süreç emperyalist ülkelerdeki kârların, refahın ve sosyal barışın temelde işgücünün getirisine olan bağımlılığının oluşmasıyla şekillenmiştir. Düşük gelirli Asya ülkelerine doğru kayan üretim gittiği ülkelerdeki emeğin ve sermayenin dönüşümüne sebep olduğu için aslında yaşanan krizin bir kapitalizm krizinden çok asıl emperyalizm krizi olarak görülebileceği de değinilen konular arasındadır. Bunun delillendirilmesi ise neoliberal kapitalizmin dönüşümüne kaynaklık eden özellikle endüstriyel işçi sınıfının emperyalizmin baskı altındaki ülkelerdeki muazzam büyümesi olarak gösterilmektedir. Bu, emek ile doğaya verilen zararın ucuz emek açlığına sahip kapitalizmin emeği ve doğayı tüketme eğiliminden ileri gelmesi tespitlerine dayandırılmaktadır. Böylelikle kapitalizmin krizinin aslında sistemsel bir krizin ötesinde insanlık için varoluşsal bir kriz olduğu sonucu çıkarılabilmektedir.⁸⁶ Dolayısıyla, son dönemde neoliberal küreselleşme şeklinde yaşanan kapitalizm toplumu sosyal eşitlik, katılımcı demokratik karar alma ve refah özelinde değiştirmek için zayıf bir model önerisi olarak değerlendirilmektedir. Temel kapitalist dürtü ve sosyal refah pahasına kişisel zenginleştirme kaygısını yatıştırmak adına kapitalizmin kurumsal dönüşümü için getirilen öneriler ile finansal sermayenin ekonomik ve politik gücü çatışmaktadır.⁸⁷ Bu yaklaşım da kapitalizm-devlet ilişkisi özelinde güç kavramına dönük çelişki odaklı yaklaşımların temelini oluşturmaktadır.

Buradan hareketle mevcut veriler kapitalizmin kendisine yeni yaşam alanları açmak için paradigmatal bir değişimi değil, çevrimlerini zorladığını ve bu haliyle form değiştirmiş kapitalizmin varlığını, bu yüzyıl için de sürdüreceği görüşü desteklenmektedir. Çünkü devlet kavramını da besleyen insan doğasındaki tutkular ve

⁸⁶ John Smith, "Imperialism in the Twenty-First Century: Globalization, Super-Exploitation, and Capitalism's Final Crisis", US, **Monthly Review Press**, January 22, 2016, p.146-147 (Çevrimiçi E-book), EBSCO Publishing, 28 Ekim 2019.

⁸⁷ James Petras, Henry Veltmeyer, **Imperialism and Capitalism in the Twenty-First Century: A System in Crisis**, London, Routledge., 2013, p. 109, (Çevrimiçi E-book), EBSCO Publishing, 24 Ekim 2019.

çıkarın yüklediği güç bağımlılığı her şeyin yok olması pahasına sahiplenilmektedir. Kapitalist üretim süreci uluslara sadece servet değil aynı zamanda bu servetle elde edilebilecek ve gücün sürdürülebilirliğini sağlayacak araçları da vadetmektedir. Bu aşama da para olgusu karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla paradan elde edilen gücün tesisi paranın yönetilmesi ve ona yüklenecek yeni fonksiyonların şekillenmesinde etken bir unsurdur. Paraya dair geleneksel fonksiyonlar gücün tesisini ya da sürdürülebilirliğini sekteye uğrattığı aşamada ilgili kapitalist evrenin çevrimlerinin devreye girmesi kaçınılmaz olacaktır.

Buradaki yeni çevrim sürecinin müdahale unsurları bir millileşme ve görece kapalı bir sisteme dönüş eğilimi gibi düşünülebilir. Ekonomilerdeki millileşme eğilimlerinin yükselmesi içinde bulunduğumuz yüzyılın siyasi aşırılıklarının doğal bir sonucudur ve bu durum doğrudan liberal iktisadın hâkim eğilimleri ile mukayese edilerek kavranamayabilir. Gelişmeler nispetinde 20. yy'ın sonlarındaki küreselleşmenin aşırılıkları ile yüzyılın başlarındaki eğilimler kıyaslandığında ve 2008 küresel krizinin etkileri dikkate alındığında finansal küreselleşmeye karşı oluşan ulusallaşma eğilimlerinin giderek artacağı düşünülebilir. Ancak bunun bir algı yanılsaması olması ihtimali de göz ardı edilmemelidir. Eskiden finansal küreselleşmenin unsurları şimdiki kadar kuvvetli sonuçlar doğuracak kapsayıcılıkta değildi. Artan nüfus ve bunun etki altına giren ülke sayısı arttıkça yükselen milliyetçi söylemlerin geçmişe oranla şiddetlendiğini ölçebilmek de zorlaşmaktadır. Borç krizinin tarihindeki en derin tahribata sebep olduğu 2008 krizine kaynaklık eden ABD kredi balonu, başta ABD olmak üzere gelişmiş ekonomilerin refah seviyesi yüksek kesimlerine yeni bir servet akışı kanalı açmıştır. Servetin sınıflar arası dağılımını belirgin bir şekilde etkileyen bu durumunun kendisinin millileşme eğilimlerine kaynaklık edip etmediği şimdiden netleştirilebilir bir konu değildir. Yaşanan krizler finansal liberalizmin darbe aldığı dönemlerin öncesinde milliyetçi eğilimlerin zafer kazandığını değil, aksine iktisadi sistem darbe aldıktan sonra yerele dair söylemlerin güçlendiğini göstermektedir.⁸⁸

⁸⁸ A.e., p. 110.

Kapitaliz-devlet ilişki ekseninde güç kavramının bir uzantısı olarak millileşmenin kamu mülkiyetinin güçlenmesi olarak değerlendirildiği yaklaşımın aksine, kapitalizmin yaşam alanı içinde milli ekonominin güçlendirilmesinin gerekliliği 2008 krizi sonrası kapitalizmin reformunu destekleyenlerin de beklentisi halini almıştır. Bu durum kapitalizmin kendine yeni yaşam alanı tanımlarken geçmişteki ucuz işgücü ve yüksek gelir motivasyonundan geri adım atıp, yeni bir kapitalizmin ilk nüvelerinin geliştiği algısını da yaratabilir. Ancak bu durumun da yukarı da bahsi geçen algının yanılmasıyla eşlik etmesi olasılıklar dâhilindedir.

1.2. KAPİTALİZMİN 2008 ÖNCESİ BELİRLEYİCİ KRİZ DENEYİMLERİ

“Smith’in analizindeki temel sorun, ekonomik güç ile siyasi iktidar arasındaki güçlü ilişkiyi görmezden gelmesiydi. Oysa ki, rekabeti koruyacağı varsayılan devlet ve adalet sistemi hızla büyüyen ve tekelci hegemonyasını geliştirmeyi amaçlayan sermaye tarafından belirlenmekteydi.”⁸⁹

Genel kabul gördüğü üzere bilhassa 1980’lerden sonra sermaye hareketlerinin yayılmalarında başat rol aldığı ekonomik krizler⁹⁰ kökeninde sermaye birikimi sürecinin ve iktisadi büyümenin sekteye maruz kaldığı dönemleri temsil etmektedir.

Modern dönemin krizleri olarak da ele alınabilecek olan kapitalizmin 20. yy krizleri özelinde 1929 Büyük Buhranı başta olmak üzere 1970’lerin stagflasyonla mücadele yılları ve 1990’lardan bu yana deneyimlenen belli başlı yakın dönem krizler giderek derinleşen kriz kaynaklarının genel görünümünü yansıtmaktadır. Kökenlerinde üretim-tüketim dengesizliklerinden kaynaklı gelişen son dönem

⁸⁹ Murat Birdal, **Bir Krizin Anatomisi**, İstanbul, Kor Kitap, 2018, s. 219.

⁹⁰ José Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Joseph E. Stiglitz, “Capital Market Liberalization and Development”, **Capital Market Liberalization and Development**, Ed. by José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz, New York, Oxford University Press, 2008, p. 1-47.

krizlerin genel itibariyle başlangıçta finansal krizler olarak belirmesiyle baş gösteren süreçlerinde etkili olan finansal iktisadın belirleyici parametreleri üzerinden kriz ilişkilendirilmeleri yapılagelmektedir. Böylelikle parasal sermayenin unsurları ve bunların kapitalizm içindeki rolünde iktisadi krizlerin etkisinin incelenmesi suretiyle yapılabilecek ilişkilendirmenin de sınırları belirlenebilmektedir.

Para fiziksel değeri ya da temsil ettiği bir değer karşılığı olarak var olabileceği gibi yönetildiği ellerin yeteneği, bilinci ve eğilimleri doğrultusunda da anlamlandırılabilir. Modern dönem öncesindeki paranın değerli metallere dayandırılmasından günümüze kadar (bilhassa son dönem gerek finansal liberalleşme gerekse iletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişmelerin de hızlandırıcı etkisi ile) kaydi ödeme araçları zaman içinde dönüştürüldü ve yaygınlaştırıldı. Uluslararası ticaretin, savaşların, teknolojik gelişmelerin, ideolojik kaygılarla birlikte toplumsal değişimlere sebep olan diğer sosyal unsurların ve beklentilerin paranın fonksiyonu üzerinde olduğu kadar paranın da bu unsurlar üzerinde derin etkilere sebep olması ile gelişen karşılıklı etkileşim paranın bugünkü anlamına ulaşmasının gerekçelerini oluşturmaktadır.

Modern para algısının oluşumundaki geleneğin öncüsü olan batı kaynaklı para politikası tarihinde önemli bir milat olan altın standardından vazgeçmenin en önemli sebebi olarak para kıtlığı gösterilebilir. Çıkarılan kâğıt paraların karşılığı olan değerli madenden daha fazla olması durumu beraberinde bir finansal sorunu da doğurdu. Örneğin Napolyon Savaşları sırasında Britanya'nın tükenen altın stokları ile piyasadaki tahvillerin paraya çevrilmesinin durdurulması sebebiyle 1797-1821 tarihleri arasında Britanya'da Kraliyet Danışma Meclisi'nin nakit erteleme politikası uygulamasına gittiği bilinmektedir. Dolayısıyla modern tarih öncesi değerli metal ve karşılığı yine bir değerli metale bağlı olan kâğıt para şeklindeki iki farklı para arzının doğurduğu sonuçlar birbirinden farklı olmadı ve bilinen Para Miktarı Kuramı için sadece bir deneyim geliştirilmiş oldu. Satın alınan malların fiyatlarının onların satın

alınması için kullanılan paranın miktarından etkilendiği ve para miktarı arttıkça bu para ile satın alınacak malların da fiyatının arttığı görüldü.⁹¹

18. yy'da yaşanan kredi patlaması ve akabindeki paranın fonksiyonel değişimi toplumun para algısına ve para ile olan ilişkisine yeni bir sayfa açtı. Böylelikle paranın maddi olduğu kadar aynı zamanda maddi olmayan fonksiyonlarındaki değişimin de toplumsal meselelerin ve ülkelerin tarihinin seyrini değiştirecek kadar etkili sonuçlar doğurabildiği görülmüş oldu. Paranın toplumlar üzerindeki bu etkisi özellikle 20. yy'ın başlarında kendini daha yoğun hissettirmeye başladı.⁹²

Tablo 1.3: Seçili Ülkelerde Gerçekleşmiş Sistemik Finansal Krizler

Periyod Ülke	1800- 1880	1881- 1900	1901- 1920	1921- 1970	1971- 2000	2001- 20018
ABD	1873	1884	1893-1907	1929	1984	2007
Almanya	1873	1891	1901-1907	1931		2008
Fransa		1882-1889	1907	1930		2008
B. Krallık		1890	1974	1984	1991	2007
İspanya		1883-1890	1913-1920	1924-1931	1978	2008
İsviçre	1870		1910	1931	1991	2008
İtalya	1873	1887	1893-1907	1921-1935	1990	2008
Japonya		1882-1900	1904-1907	1921-1935	1990	2008
Kanada			1907	1923		
Yunanistan				1931	1991	2008

Kaynak: Jordà, Schularick, Taylor, 2013⁹³

1.2.1. 1929 Krizi

1929 krizi tıpkı öncesindeki ilk büyük buhran olarak anılan ve 1873-1896 arasında vuku bulmuş kriz gibi ekonomide köklü yapısal değişimlerin gerçekleşmesini

⁹¹ Catherine Eagleton, Jonathan Williams, **Paranın Tarihi**, Çev. Fadime Kahya, İstanbul, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ocak 2011, s. 310-314.

⁹² A.e., s.328.

⁹³ Oscar Jordà, Moritz HP. Schularick, Alan M. Taylor, "Sovereigns Versus Banks: Credit, Crises, and Consequences", **National Bureau of Economic Research**, October 2013, p.40, (Çevrimiçi) <https://www.nber.org/papers/w19506.pdf>, 10.04.2019.

zorunlu kılan krizlerin başında yer almaktadır. Gelişim süreci itibariyle 2008 krizi ile sıklıkla mukayese edilen 1929 Büyük Buhranı tarihteki en ciddi iktisadi kırılmalar arasında gösterilen ve sonrasında ekonomi yazınında da egemen eğilimlerin derinden etkilendiği bir kriz olmuştur.

1929 krizinin öncesinde, krize zemin hazırlayan gerekçelerin başında yer alan üretim-tüketim dengesizliğinin yanı sıra dönemin parasal ilişkilerini düzenleyen faktörler de krizin gelişimini doğrudan etkilemiştir. Bu minvalde I. Dünya Savaşı sonrasında Avrupa ülkeleri 1928'e kadar altın standardına dönmüş olmaları ile tesis edilmeye çalışılan durumun sadece "güven" olmadığı, aynı zamanda uluslararası istikrarın da sağlanabilmenin hedeflendiği görülmektedir. Savaş sonrası, İngiltere'nin parasal açıdan küresel gücü ABD'ye kaymıştı ve dünya üzerinde yabancı para birimlerinin altınla ödenebildiği en güçlü merkez New York'ta bulunmaktaydı. Dünyanın parasının çoğuna sahip olan ABD, parasını savaş sonrası iflas eden Avrupa ülkelerine borç vermek üzere Avrupa'ya göndermişti. Serbestçe Avrupa pazarlarına giren ABD mallarının arzı piyasa talebinin üstünde olunca düşen fiyatlar beraberinde bir finansal istikrarsızlığı da getirdi ve 1929'da New York Menkul Kıymetler Borsasının çökmesiyle ABD parası, finansal olarak kendisine bağımlı hale gelmiş Avrupa'yı terk etti. Büyük Buhranın sebep olduğu yoksulluk ve tahribat bu sefer 1931'de İngiltere'de karşılanamayan altın sıkıntısı sebebiyle finansal bir krize sebep oldu ve bir süre altın ödemeleri ertelendi. 1936 yılı itibariyle batı ülkeleri paralarını altın standardının dışına çıkardılar. Bu yıkım ve kurumsal değişiklikler ülkeleri parasal ihtiyaçlarının belirlenmesinde ve yapılacak kamusal çalışmalarda bir disipline sevk etti. 1930'lar ve 1940'lar para otoritelerinin düzenlemelere* yönelik yoğun çalışmalarına sahne oldu.⁹⁴

* Bu dönemde Keynes I. Dünya Savaşı ve Büyük Buhran sonrası iktisadi izlenimlerini ve önerilerini sistematik olarak sunmaya devam etmekteydi. Başlangıçta eleştirilerle karşılanmış olsa da ilerleyen yıllarda para yönetimince düzenlemeler onun reçetelerindeki gibi aşırı serbestlikten uzak ve daha kontrollü şekilde uygulandı. Kapitalist sistemin sürdürülebilirliğinde önerilerinin ve tespitlerinin son derece etkili olduğu Keynes'in sisteme yönelik katkıları için bir tür zaman kazanma gayretinin ötesine gidemeyeceği ama yine de bu gayretin dahi kapitalizmin dünya üzerindeki gücüne ve etkisine oranla kazanılmış bir zafer olarak da kabul edilebileceği yönünde eleştiriler ve kabuller de geliştirildi.

⁹⁴ Eagleton, **a.g.e.**, s.337-339.

ABD’de bankaların hızla kapandığı ve hükümetin 1930’lardaki New Deal politikaları ve beraberindeki genişleyen ekonomiye müdahale kanalları sistemin köklü değişiminin ilk izleri oldu. Kurulan merkez bankası ve ticari bankaların hükümet yönetimine dahil olması başta olmak üzere devletin ekonomideki artan garantörlüğü sonucu geçmişte başvurulmuş geleneksel liberal iktisat normlarının ilgili dönemdeki paradigmal değişim süreci de başlamış oldu.* Kısaca, 1929 sonrasında gelişen devlet müdahaleleri, altın standardının sona ermesi, başvurulmuş bankacılık yasaları ve merkez bankası uygulamaları ile zaman içinde yaygınlaşan Keynesyen yönelim başta olmak üzere bu dönemin bir paradigma değişimi ile sonuçlanmasına sebep olmuştur.**

Özetle, 1929 krizinin iyileşme sürecinde belirgin bir gecikmenin yaşandığı görülmektedir. Krizin akut süresinin uzunluğu, öncesindeki ve sonrasındaki dünya savaşlarının 1929 krizinin üzerindeki baskısı ile bunların krize dönük bütünleşik etkileri sonucu gelişen toplumsal ve iktisadi bedeller, tetiklediği yeni krizlerin çeşitliliği ve bunların boyutu ile krize dönük çıkış yolu üretme sürecinin başlangıçta çözümsüzlükle neticelenmesi deneyimlenen paradigma değişiminin gerekçelerini oluşturdu.

1.2.2. 1990’ların Kriz Deneyimleri

Geçmiş tüm modern dönem ekonomik krizlerin miladı olarak kabul edilen 1929 Buhranı ile devletin iktisadi sistem içindeki yerinin meşrulaşmasına dönük bir vizyon değişikliği test edilmiş oldu. Ne var ki Buhran öncesinin sisteminde kurgu gereği neredeyse tamamen dışlanmış olan devletin, Büyük Buhran sonrası kapitalizme eklemlenmesi krizin etkilerinden uzaklaşmaya başladığı ilk fırsatta aşılmaya çalışıldı ve (en belirgin göstergelerinden olan vergi oranlarından da izlenebileceği üzere) devlet yeniden klasik iktisadi görüşteki yerine konumlandırıldı.

* Devletin bu süreçte söylemleri tersi yönde gelişmiş olsa da üretim fazlasına alım garantisi vererek aslında pratikte üretime her hangi bir kısıtlama getirmediği ve böylelikle de kendi içinde yine karmaşık ve çelişkili olan bir yönetime başvurduğu görülmektedir.

** 1929 krizine ve sonrasına yönelik düzenlemeler tezin ikinci bölümünde “ABD’de 2008 Krizi Öncesi ve Krizin Gelişimi” kapsamında ayrıca ele alınmaktadır.

1929 yılından bu yana 1970 ve 1980’lerde yaşanan krizler ile 1992-93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması krizi (ERM), 1994-95 Meksika krizi, 1997 Güneydoğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Arjantin krizi ve 2008 yılında derinleşip, etkilerini halen sürdüren küresel kriz kapitalizmin krizlere dönük izlerini taşıyan iktisadi depresyon dönemleri olarak tarihe geçti. Bu krizlerin gerekçeleri, etkileri ve sebep olduğu değişimler ekonominin pek çok alanında gözlendiği gibi para politikaları, merkez bankacılığı ve merkez bankası rolü açısından da kritik eşikleri deneyimletti.

1992-93 Avrupa Para Krizi ile konvertibilite sistemi ve döviz kuru sabitleme teorisinin çöküşü yaşanmıştır. İkinci nesil para krizleri modellerinin geliştirilmesine sebep olan 1992 ERM (Exchange Rate Mechanism) Krizini tetikleyen faktörlerin başında ABD ve Japonya’daki gevşek büyüme ve düşük faiz oranlarına karşılık Alman Mark’ındaki yüksek faiz oranları Mark’a endeksli yerel para birimlerinin aşırı değerlenmesine sebep oldu. Bu durum da Avrupa ülkelerinde Mark’taki yukarı yönlü hareketlere karşı cari açıklarının artması sonucunu doğurdu. Özetle, krize sebep olan diğer faktörler de göz önüne alındığında Avrupa ERM Krizi “*sabitlenmiş döviz kurunun, aşırı değerlenmiş paranın, finansal liberalizasyonun ve uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülasyon eylemlerin*” neticesinde cereyan etmiştir. Bu dört özellik daha sonra Meksika ve Doğu Asya krizlerinde de saptanmıştır.⁹⁵

1994-95 Latin Amerika para ve bankacılık krizi ile faiz haddi politikaları ve kur-faiz-borçlanma makası uygulamasının çöküşü gözlenmişti. Yatırımcılar için cazip faiz oranlarının bulunması sonucu ülkeye giren yabancı sermaye ile finanse edilen cari açıklar bütçe açıklarında azalmaya sebep olurken, bütçe dışı fonlarda yüksek artışlar gerçekleşmişti. Piyasalarda büyüyen yüksek likiditeye karşılık Meksika Merkez Bankası (Banco de México) döviz piyasasına müdahale ederek faiz oranlarını belirgin bir oranda yükseltmiş olsa da gidişatı engelleyemedi ve 20 Aralık 1994’te Peso’ya devalüasyon yapmak zorunda kaldı.⁹⁶

⁹⁵ Pablo Bustelo, “Novelties of Financial Crises in The 1990s and The Search For New Indicators”, **Emerging Markets Review**, Vol. 1, Num. 3, 11 November 2000, p.9-10, (Çevrimiçi) <https://ucm.academia.edu/PabloBustelo>, 04.01.2018.

⁹⁶ Frederic S. Mishkin, “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper Series**, No. 8087, 2001, p. 3, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w8087>, 24.05.2017.

1997 Asya Krizi Tayland'da başlayan ve hızla Asya ülkelerini saran bir krizdir. Küreselleşmenin belirleyici unsurlarından olan sermaye akışını (bilhassa mali ve spekülatif sermaye akışını) desteklemek için sermaye hesapları üzerindeki kontrolün kaldırılması ile gelişen istikrarsızlaşma sonucu küreselleşmenin paradigmalarının geçirdiği krizlerden biri olarak da gösterilen⁹⁷ bu kriz üçüncü nesil kriz sınıflandırılması ile açıklanmıştır. Bu sınıflandırma ile Asya Krizi gelişmekte olan piyasalarda yaşanan krizlerin temelinde bankacılık krizlerinin yattığı ve bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirlerini etkileyerek krizi büyüttüğü gözlenmiştir. Kriz öncesinde Asya ülkelerinde dövizle borçlanmak suretiyle artan banka kredileri yükünün yanı sıra uygulanan sabit döviz kuru politikası beraberinde ülkeye yoğun yabancı para girişleri gerçekleşince ödemeler dengesinde yükselen açıklar meydana gelmiştir. Hızla düşen ihracat oranları 1997'ye gelindiğinde krizin etkili olduğu Asya ülkelerinde yüksek cari açıklarla karşı karşıya kalınmasına sebep olmuştur.

Asya krizine dair veriler netleştikçe Paul Krugman sahip olduğu ahlaki tehlike ya da Diamond–Dybvig Modeli ile bu kriz öncesinde neyin yanlış gittiğinin açıklanmasındaki yetkinlik sorgusunun temelindeki kuşkularını değerlendirmiştir. Sonuçta, üçüncü nesil krizlere şirket bilançolarının yatırım kararı almalarındaki rolü ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının reel döviz kuruna etkilerini eklemlediği çalışması ile bugün de etkisini sürdüren tespitlerde bulunmuştur. Bu tespitlerde finansal çöküşü tetikleyen faktörler arasında yüksek kaldıraç, ithalat için düşük marjinal eğilim ve ihracata dayalı büyük döviz kuru borcu Asya krizini açıklayan gerekçeler arasında sıralanmıştır. Asya krizinde Tayland örneğinde görülebileceği gibi sermaye akımı, 1996'da GSYH'nın % 10'luk bir açığa tekabül ederken, 1998 gelindiğinde % 8'lik bir fazlayı göstermesi ile cari hesapta böylesine büyük bir değişimin yaşanması, ödemeler dengesinin kaynak transferi teorisine gösterilebilecek en çarpıcı örneği sergilemiştir. Öte yandan bu krizin çıkış nedenleri ve sonuçlarında şirketlerin bilançolarına yönelik önemli problemler de gün yüzüne çıkmıştır. Firma bilançolarındaki bozulmalar krizin oluşumunda önemli bir gerekçe iken aynı zamanda

⁹⁷ Walden Bello, Marylou Marig, “Küreselleşmeciler Projesinin Krizi ve Geroge W. Bush’un Yeni Ekonomisi”, **Küreselleşmenin Krizi**, Haz. Boris Kagarlitsky, Alan Freeman, Çev. İbrahim Yıldız, Bahar Kara, Yordam Kitap, 2008, p.110.

bankalardaki sorunlu kredilere de sebep olmalarına rağmen bu sorunun kökeninin bankacılık sisteminden daha çok şirketlerin bilanço yapıları ile ilgili olabileceği ihtimalini gündeme getirmiştir. Zira şirket bilançolarından kaynaklı sorunlar krizi piyasalarda derinleştirmekte ve kriz sonrası normalleşmenin süresini uzatmaktadır. Ancak bu yaklaşımın krizin odağının bankacılıktan uzaklaştırma riski de bulunmaktadır. Özetle, Krugman bu incelemesi ile Diamond-Dybvig yaklaşımında olduğu gibi piyasadaki güven kaybının yatırımcıların kötümserliğini doğrular nitelikte finansal çöküşe sebebiyet verebildiğini ifade etmektedir. Hatta bu durumun ekonominin üzerinde kalıcı bir etki yaratabileceği ve krizin girişimci sınıfın çöküşüne sebebiyet verdiğinin de altını çizmiştir. Dolayısıyla, reel döviz kurunun istikrara kavuşması muhtemel finansal bir çöküşe sebep olabilecek bir kanalı kapatırken başka yeni bir riske zemin hazırlamaktadır. Bu kriz şirket bilançoları üzerinden borçlanma ve ödemeler dengesi üzerinden kaynak transferine yönelik klasik yaklaşımların çöküşünün yaşandığı bir krizdir.⁹⁸

Krugman, kriz mekanizması konusundaki tüm tespitleri yerinde olsa dahi son derece ihtiyatlı ve düzgün çalışan bir bankacılık sisteminin varlığının ekonomileri finansal kriz riskinden tek başına koruyamayacağını göstermektedir. Bu durum Krugman'ın çalışmasında “*Ancak dünya, kriz yaratmanın yeni yollarını bulmaya devam ediyor gibi görünüyor. Bu “üçüncü nesil” krizin derslerinin öğrenildiğini ve gelecekteki krizlerin aynı şekilde ortaya çıkmamasını umalım; ama bu umut yerine getirilse bile, gelecek daha çok nesil (kriz) olduğundan emin olabilirsiniz.*” şeklindeki gelecek krizlerin kaçınılmazlığı üzerine bugün de doğruluğunu muhafaza eden bir yargı ile ifade edilmiştir.⁹⁹

1998 Doğu Bloku (Rusya) Krizi devalüasyon ve beraberinde bankacılık krizi şeklinde kendisini gösteren, IMF şartlılık ilkesinin (Conditionality Principle) nasıl devre dışı bırakıldığının örneğidir.

⁹⁸ Paul Krugman, “Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises”, **International Tax and Public Finance**, Kluwer Academic Publishers, 1999, p.460-463, (Çevrimçi) <http://www.princeton.edu/~pkrugman/krugmanbalance.pdf>, 09.11.2017.

⁹⁹ A.e., p.471.

Piyasa ekonomisi koşullarına geçiş aşamasında Rusya'nın IMF temasları da başlamıştı. Yapılan görüşmeler neticesince dönemin Rusya hükümeti yüksek açık veren bütçedeki dengesizliklerin giderilmesi ve enflasyon oranının düşürülmesine yönelik yapısal ve kurumsal düzenlemelerin getirileceğini taahhüt etti. IMF kredileri destekleme kredileri olarak verilir ve şartlılık ilkesine tabidir. Eski IMF programlarının şartlılığı bütçe açığına ve sağlam para politikasına odaklanırken, Doğu Avrupa'daki sosyalist ülkelerin geçirdiği sistemsel dönüşümle yapısal ve kurumsal reformu hedefleyen yeni bir şartlılık ilkesi geliştirildi. Rusya'nın taahhütlerini belirleyen IMF koşulları devlet firmaları ve bankaların özelleştirilmesi, fiyatların serbestleştirilmesi ve serbest ticaretin teşvik edilmesiyle ülkedeki büyümeyi teşvik edici ve bütçe açığını azaltıcı, enflasyonu dizginleyici ve istikrarlı döviz kurunu destekleyecek bir finansal istikrarı tesis edecek uygulamaları içermektedir.¹⁰⁰

Krizin Rusya için kaçınılmaz bir hal aldığı, dönemin Rusya hükümetinin bu tedbirlere karşı direnç sergilediği ve IMF'nin şartlılık ilkesini devre dışı bıraktığı raporlandı. Rusya IMF ile bütçenin sıkılaştırılması, döviz kuru politikası, yapısal reformlar alanlarında anlaşmazlıklar yaşadı ve kriz sonrasında da IMF kredisinin geri ödenmesi sürecinde on bir aylık bir gecikme yaşandı. Bütçe sıkılaştırılmasında ağırlıklı olarak petrol, petro-kimya ve metal sanayine yönelik vergi düzenlemelerine yer verildi. IMF tespitlerine göre, bahse konu sektörlerdeki yatırımcıların Rusya'da özel sektörde olduğu kadar kamu sektöründeki ağırlıklarından (hükümeti etki altında bırakabilme açısından) dolayı IMF şartları kağıt üzerinde kaldı. Çünkü bütçe açığının kapatılması hükümet açısından teknik olarak da mümkün görünmüyordu. Hükümet parasal uyumlaştırmayı bir seçenek olarak görüp, kamunun zorunlu ödeme ihtiyaçlarının giderilmesi için gerek görülmesi halinde parasal büyümeye başvurulmasını meşru buluyordu. Şart koşulan sıkı para politikası uygulaması ile hedeflenen düşük enflasyon hükümet için geçmiş deneyimlerine istinaden büyümenin önündeki bir engel olarak görülüyordu ve Rus hükümeti IMF şartları ile kendisine

¹⁰⁰ "Statement of the Government of the Russian Federation and Central Bank of Russia on Economic Policies", Russian Federat Letter of Intent, IMF, July 13, 1999, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/np/loi/1999/071399.htm>, 11.11.2018.

sunulan “kısıtlamaları” kabul etmek istemedi.¹⁰¹ Bu gelişmeler neticesinde IMF de 1999’daki basın açıklamasında fondaki pek çok direktörün Rusya’daki banka yapılandırmalarının yetersizliğine vurgu yaparak duydukları memnuniyetsizliği kamuoyuna açık etti.¹⁰²

Rusya krizindeki deneyimin iktisadi boyutları kadar yaşanan IMF-hükümet ilişkileri özelindeki durum da dikkat çekicidir. Yaşanan anlaşmazlıkta IMF’nin Rusya’ya karşı siyasi irade noksanlığı sergilediği yönündeki tutumu ve bu tutuma paralel sunduğu çözüm önerilerinin Rusya tarafında bir karşılık bulamadığı görülmüştür. Rusya’nın IMF şartlarına karşı geliştirdiği refleksin ve bu şartları devre dışı bırakan uygulamaların alt yapısında yatan gerekçelerin IMF tarafından dikkate alınıp alınmadığı konusu meselenin gözden kaçırılmaması gereken bir diğer önemli boyutunu işaret etmektedir.

1990’larda ekonomik krizleri deneyimleyen ülkelerin makro görünümleri bazı ortak özellikler sergilerler. Bu ülkelerde genel olarak yerel paranın döviz karşısında hızlı değer kaybına uğraması, hızla bozulan ödemeler dengesi ve cari açık ile borçlanma oranındaki hızlı artışa karşı geri ödenemeyen banka kredilerindeki yükselme gibi piyasaların seyrini bozan faktörler yaygındır.

90’ların krizlerine Avrupa özelinde odaklanıldığında ise geçmiş durgunluk zamanlarındaki çıktı açıklarına bakarak (geleceğe yönelik kriz senaryolarına katkı sağlamak adına da) çıktı kayıplarının ve etki sürelerinin işlevsel veriler sunduğu gözlenmektedir.

¹⁰¹ Jorge Martinez-Vasquez, v.d., “IMF Conditionality and Objections: The Russian Case”, **Georgia State University**, Proceedings of the Fifth International Congress of ISINI, September 1999, (Çevrimiçi) <http://www.gsu.edu>, 05.01.2018.

¹⁰² Press Release: IMF Approves Stand-By Credit for Russia, No. 99/35, July 28, 1999, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr9935>, 01.11.2018.

Tablo 1.4.: Avrupa'daki 2008 Öncesi Durgunluklar ve İlgili Çıktı Kayıpları

(%)

	Yıl	Toplam Çıktı Açığı	En Yüksek Çıktı Açığı	Süre*
Finlandiya	1990-1993	-27,7	-7,6	6
İsveç	1991-1993	-21,2	-5,7	8
Belçika	1993	-6.8	-2,4	6
Almanya	1993	-3.4	-1.0	6
Yunanistan	1992-1993	-15.4	-2,4	10
İspanya	1993	-14.4	-3.1	10
Fransa	1993	-10.5	-2.3	6
İtalya	1993	-10.4	-2.9	8
Portekiz	1993	-11.5	-4.1	5
B. Krallık	1991-1992	-10.7	-3.2	7

Kaynak: European Commission, 2009.

* Negatif çıktının olduğu ardışık yıl sayısı.

Ekonomideki mevcut üretim kapasitesi ve teknik imkânlarla ulaşılabilecek potansiyel üretim düzeyi ile fiilen elde edilmiş üretim arasındaki farkı gösteren çıktı açığı ve bu açığın kapatılma hızına dönük tahminler para ve maliye politikası için operasyonel stratejilerin ne zaman uygulanacağını belirlenmesinde rol oynamaktadır. Potansiyel büyüme ile işgücü potansiyeli ve sermaye birikimi belirleyicileri dikkate alınarak hesaplanan, 2008 öncesi yaşanan ekonomik durgunluklar için Avrupa ülkeleri özelinde tespit edilen çıktı açığı göstermektedir ki bankacılık krizlerine tekabül eden durgunluk dönemleri çıktı açığının derinliği açısından en şiddetli durgunlukların yaşandığı zamanlardır. Süreler dikkate alındığında ise geçmiş bankacılık krizleri ile diğer durgunluk sebeplerinin sürelerinde belirgin farklar gözlenmemiştir.¹⁰³

Kapitalizmin 1990'lar sonrası 21. yy ile birlikte beliren belli başlı kriz ve durgunlukları ise Aralık 1999'da Dünya Ticaret Örgütü'nün Seattle'daki toplantısını takip eden (Uruguay raundu sonrası dış borçlanmada Bretton Woods politikalarının

¹⁰³ European Commission, "Impact of The Current Economic and Financial Crisis on Potential Output", Ed. Alexandr Hobza, Kieran Mc Morrow and Gilles Mourre, **Occasional Papers**, No 49, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Belgium, 2009, , p.20, (Çevrimiçi) http://ec.europa.eu/economy_finance/publications, 12.04.2019.

dışlama etkisinin gözlemlendiği) gelişmeler¹⁰⁴, ağırlıklı olarak gelişmiş ekonomilerde kendisini gösteren (gümrük muafiyeti ve sermaye transferlerinde DTÖ kısıtları ve Çin'in ortaya çıkışı ile gelişen) 2001 resesyonu¹⁰⁵ ve piyasa disiplini ve sermaye benzeri varlıkların likidite ölçümü kriterlerinin çöküşünün deneyimlendiği 2008 küresel finansal krizidir.

1.3. KAPİTALİZMİN KRİZ EĞİLİMLERİ VE DAVRANIŞSAL ETKİLERİ

20. yy'ın ilk yarısı savaş sonrası dönemde görece uzun süreli olduğu kabul edilen küresel ekonomik genişlemenin gerekçesi Almanya, Japonya, İtalya ve Fransa gibi sonradan gelişen ekonomilerin artan sermaye birikim oranlarını uzun zaman koruyabilmeleri olarak gösterilmektedir. Bu sermaye birikimi ve savaş sonrası genişleme dönemi ile dünya ticaret hacminin hızla artışında siyasal unsurlar da etkili olmuştur ve ABD'nin (aynı zamanda ticari rakipleri olan) müttefiklerini küresel kapitalizme dâhil etme çabaları da etkili olan bu unsurların başında yer almıştır. Küresel krizlerle de doğrudan etkili olan ABD'nin bu iktisadi başarısının altında yatan, rakiplerinin başarısına bağlı olma durumu “*ABD ekonomisi politikağında hâkim güçlerin canlılığının sürebilmesinin önkoşulu*” olarak nitelendirilebilir.¹⁰⁶ Zira, 20. yy'ın ikinci yarısından sonraki en önemli iktisadi gelişmeler arasında ABD ve tesirindeki küresel oluşumların teşvikindeki özelleştirmeler yer almaktadır. Sermaye hareketlerinin hızlanması, artan menkul kıymet yatırımları ve hızla gelişen finansal piyasalar ile bu dönemde ABD'de kısa vadeli şirket karlılıklarına endeksli ve hisse senedi odaklı büyüme yaklaşımı uzun vadeli hedefleri gölgede bırakmıştır. Ancak 70'ler sonrası dönemin neoliberal ekonomik büyüme trendi aslında beklendiği kadar uzun süre devam edememiştir. Hızlı ekonomik genişleme hisse senedi fiyatlarındaki spekülasyon

¹⁰⁴ Seattle Municipal Archives, “World Trade Organization Protests in Seattle”, (Çevrimiçi) <https://www.seattle.gov/cityarchives/exhibits-and-education/digital-document-libraries/world-trade-organization-protests-in-seattle>, 19.04.2019.

¹⁰⁵ Charles McMillion, “China's Very Rapid Economic, Industrial and Technological Emergence”, **Documentary Annex, Report to Congress of the U.S.-China Security Review Commission**, U.S.-China Security Review Commission, Washington D.C., July 2002, p.17-18, (Çevrimiçi) <https://www.uscc.gov/annual-report/2002-annual-report-congress>, (17.04.2019).

¹⁰⁶ Brenner, a.g.e., s.26-30.

yükselişler ile kısa sürede yerini finansal krizlere terk etmiştir. Gelişen bu krizler belli bir ivme kazanan ekonomik büyüme için negatif bir etki doğurarak, kriz zamanlarında işsiz kalan bireylerin yanı sıra oluşan sermaye fazlasına karşın, bu iki fazlalığın bir araya gelmediği bir durumun gelişmesine sebep olmaktadır. Örneğin, 2009 itibarıyla ABD’de yaklaşık %17 işsiz nüfus mevcutken sermaye teçhizatının da %30’dan fazlası atıl durumdaydı. Bu durumu David Harvey “*Krizler irrasyonel bir sistemin irrasyonel rasyonelleştiricileridir.*” şeklinde ifade etmiştir.¹⁰⁷

Kapitalizmin yaşadığı krizlere sebep olan unsurların temelinde üretim ile tüketim arasındaki dengenin bozulmuş olması yer almaktadır. Ekonomik kriz araştırmalarında talep eksikliği, sermaye stokunun bileşeni, tasarrufların yatırıma dönüşümü ve artıdeğerin sektörel dağılımı konuları krizlerin başlıca gerekçelerini oluşturmaktadır. İlerleyen yıllarda ise tasarruf edenlerle yatırım yapanların ve üretim yapanlarla da tüketimde bulunanların farklı iktisadi aktörlerden oluşması krizlerle karşılaşan kapitalist üretim sisteminin kendine yeni yaşam alanları geliştirilmesi için yeni odak noktalarına yönelim durumunu doğurmuştur. Sanayi kapitalizminden finans kapitalizmine geçişle kapitalizmin yeni pazarlar ve yatırım sahaları elde etmek için hızla küreselleşmesi de bu durumun bir yansımasıdır.

Küresel finans sistemi ve ülkeler arasındaki ticari bağları kuvvetlendirerek gelişen son dönem kapitalizmin krizleri ise üretim-tüketim arasındaki artan dengesizliğin büyümesinin yanı sıra artan borçlarla da gelişmektedir. Bu alandaki araştırmaların bir kısmı üretim-tüketim dengesizliğinin giderilemiyor olmasının gerçek sebebinin, kapitalizmin kalıtsal yapısından kaynaklandığı yönündedir. Bu yaklaşımda kapitalist üretim sistemindeki krizlerin sistemin doğasından geldiği ve her bir krizin önceki çözümlenememiş krizlerin devamı niteliğinde olduğu hâkim görüşün yanı sıra, bu zamana kadar kalıcı çözümler üretilenememiş olması da ileri sürülmektedir.¹⁰⁸

¹⁰⁷ David Harvey, **Sermaye Muamması Kapitalizmin Krizleri**, Çev. Sungur Savran, İstanbul, Sel Yayıncılık, 2012, s. 222.

¹⁰⁸ Mehmet Ufuk Tutan, “Kapitalist Üretim Sisteminde Üretim ile Tüketim Dengesizliğine Tarihsel ve Teorik Yaklaşımlar”, **Ege Akademik Bakış**, 10 (3) 2010: 773 – 790, s. 785-787.

Krizlerin kapitalizmin yapısal özelliklerinden kaynaklanarak, sistemik marazların gerçekleşmesi kapitalizmin doğasına yüklenmiş olsa da veya krizlerin sistemin doğasından ziyade yönetsel zafiyetlerden kaynaklandığına inanılsa da geçtiğimiz yüzyıldan bu yana kapitalizmin geçirdiği evreler ve her evrenin bir krizle şekillenmiş olması kriz olgusunun kapitalizmin ayrılmaz bir parçası olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla kapitalizmin kurumsal yapısının şekillenmesinde, deneyimlenen ekonomik krizlerin doğrudan bir inceleme sahası olması da kaçınılmaz hale gelmiştir.

Büyük Buhran, II. Dünya Savaşı ve Soğuk Savaş sonrası yeniden yapılanan sosyo-ekonomik yapı, 1974 ve 1978'deki gibi petrol krizleri, işsizlik, bölüşüm sorunu, enflasyon, azalan kar oranları¹⁰⁹ (Kore Savaşı sonrasındaki gibi), finansal ve mali krizler ile kırılmanın salgın bir hastalık halini aldığı küresel piyasalar kapitalizmin krizlerinin temel kırılma eşikleri arasında yer almaktadır.* Hem konunun zafiyetlerine yönelik gelişen yeni fikirler hem de her yeni kriz deneyimi ile yeniden incelenen eski krizlerden¹¹⁰ elde edilen bilgiler ışığında kapitalizmin son dönem kriz eğilimlerinin doğrudan 20. yy'ın ilk yarısına uzanan bir geçmişi bulunmaktadır.

Kapitalizm-kriz ilişkisinin bir diğer yönü ise krizlerin öngörülmesi ve erken uyarı mekanizmaları özelindedir. 2007 yılı öncesi Amerika ekonomisi için sınırlı sayıdaki ekonominin “yolunda gitmeyen bir şeyler var” yönündeki kaygılarına karşın olası tehdidin büyüklüğünün resmi olarak tahmin edilemediği görülmektedir. Öngörülmemiş bir kriz olarak kabul edilen 2008 krizi böylelikle diğer krizlere kıyasla dünya üzerindeki sermaye hareketleri üzerinden gelişen kapitalizm-kriz ilişkisinin daha kuvvetli etkilerini taşımış olmaktadır. Zira uluslararası fon akışları bu sefer, kapitalizmin tüm aşamalarında olduğundan çok daha etkili şekilde sistemin kurumsal yapısında varlığını göstermiştir. İktisadi krizlerin muhtemel sebepleri arasında

¹⁰⁹ Kazgan, **a.g.e.**, s. 327-331.

* Marx'ın, kapitalizmin krizlere sebep olan yapısal sorunları hakkındaki tespitleri “Azalan Kar Oranları Yasası, Oransızlık Yasası, Birikim ve Sermayenin Yoğunlaşması Yasası” çerçevesinde şekillenmektedir. Karl Marx, alıcısı olmayan bir malın satılamayacağı ve mal satanın da mutlaka bir başka malın satın alıcısı olma zorunluluğunun bulunmadığı vurgulayarak Say Yasasını eleştirmiş ve bu yasanın paranın kullanıldığı bir ekonomi için geçerli olamayacağını belirterek kapitalizmin doğasından gelen krizlere değinmiştir. (A.e.)

¹¹⁰ Landes, **a.g.e.**, s.27-29.

yukarıda ifade edilen gerekçelerin yanı sıra piyasadaki belirsizliklerin karar mekanizmasının şekillendiği iktisadi aktörler üzerinde doğurduğu negatif unsurlar özelinde piyasa aksaklıkları, asimetrik bilgi, yetersiz hukuki düzenlemeler ve orantısız müdahaleler sayılabilir. Sistemin zaaflarına (kapitalizmin kırılganlıklarına) öncülük eden kontrolsüz serbestleşme ile gelişen unsurlar da krize sebep olan faktörler arasında yerini almaktadır.

1.3.1. Neoklasik ve Neoliberal İktisadın Krizleri

Kriz dönemleri, mevcut iktisadi paradigmaların yeniden ele alınması, yeni tanımlamaların yapılması ve yeni hedeflerin belirlenmesi için en uygun zamanlardır. 2008 krizi kapitalizm tarihindeki devlet eliyle uygulanmış en büyük kurtarma operasyonlarına şahitlik eden ve söylem-eylem ilişkisi bakımından tutarsız bir durumu yansıtan neoliberal bir kriz deneyimi olarak, ilgili mevcut paradigmaların değişiminin de gündeme gelmesine sebep olmuştur. Böylelikle Keynesyen yaklaşımın neoliberal iktisat politikalarına yönelik uyarıları ve Marksist ekolün ise bu sefer kapitalizmin sonunun geldiği yönündeki savları ile neoliberal iktisadi anlayış 2008'deki finansal kriz nedeniyle yeniden sorgulanmaya başlanmıştır. Liberal iktisat temelinde aldığı eleştiriler ve ayrıca kimi iyileştirici uygulamalar ile 2008 krizi 1929 krizine de benzetilmektedir. Her iki krizde de genel olarak kamu harcamaları artırılmıştır ve genişletici para politikası uygulamalarına ağırlık verilerek ekonomi canlandırılmak istenmiştir ve bu kamusal genişleme yönüyle ilgili krizler Keynesyen iktisadın itibarının yükseldiği deneyimler olmuşlardır.

Kapitalizmin en orijinal halini temsil eden klasik teoride sistemin marazları yani krizlerin araştırılması lüzum görülmez; yeter ki dışardan bir müdahale olmasın. Kısaca kriz diye bir konu yoktur eğer dışsal faktörler devrede değilse. Kapitalizmin geleceği için oldukça iyimser olan ve uzun vadeli iktisadi istikrarsızlıkları reddederek bir nevi kriz ihtimalini görmezden gelen Adam Smith'in gündeminde hiçbir zaman bugünün sorunsalları var olamazdı. Klasikler için daima tam istihdam seviyesinde olan ekonomide para önemsiz ve yansız olarak değerlendirildi. Zira parasal değişkenler

onlar için asla reel değişkenleri etkileyemezdi. Temelde savunulan Say Yasası gereği konjonktürel bir istikrarsızlığı gündemlerine almadılar.¹¹¹

Geçmişte klasik teori taraftarları, pratikte karşılaştığı aksaklıkların krizlere sebep olmasının nedenini piyasaya uygulanan müdahaleler olarak savunmuş olsa da bu görüş kendisine uzun soluklu bir yaşam alanı bulamadı. 1929 yılı ve sonrasında yaşanan Büyük Buhran'ın etkileri ile klasik teorinin açmazları daha da belirgin bir hal aldı. 1929 Bunalımı bu teorinin tam istihdam savunuculuğunu zedeledi ve Say Yasasını yıkıp, akabinde Keynes'in görüşleri ile şekillenen Ortodoks Keynesçi İktisat Teorisi'nin gelişmesine öncülük etti.

Keynes, yatırımcıların gelecekteki yatırım kararlarına yön veren unsurlara işaret eder ve gelecekte elde edilecek getiri için bugün için yatırım kararının verilmesindeki beklentilerin gelecek belirsizlikleri ile şekillendiğini savunur. Bu belirsizlikler yatırımcıda karamsarlığa ve iyimserliğe dönük kararlar aldırır. Yatırımcının karamsarlığı ise ekonomide istikrarsızlığın oluşmasına sebebiyet verirken, muhtemel bir krizin de temelleri atılmış olacaktır. Kapitalizmin doğası gereği istikrarsız olduğunu savunan Keynesyen görüş ekonomi eksik istihdam denge seviyesinde iken paranın yanlı, ekonomi tam istihdam seviyesine ulaştığında ise klasiklerin savunduğu şekilde yansız olacağını belirterek, bunalımdan kurtulabilmek için toplam talebi canlandırmanın yolunun kamu müdahalelerinde aramıştır. Uygulamada da 1929'daki Büyük Buhran bu görüşün genişletici maliye politikaları ile aşılmıştır.¹¹²

Keynesyen fonksiyonların hesaba katıldığı ancak temelde klasik öğretilerden de kopmayan "Neoklasik Sentezin" takipçileri geliştirdikleri teorilerle Keynes sonrası dönemden günümüze dek ulaşmış pek çok klasik iktisat temelli teorinin gelişmesine de öncülük etmişlerdir.

¹¹¹ Kazgan, **a.g.e.**, s.99.

¹¹² Luiz Carlos Bresser-Pereira, "The Global Financial Crisis, Neoclassical Economics, and The Neoliberal Years of Capitalism", **Maison des Sciences de l'Homme Paris Nord**, Spring 2010, (Çevrimiçi) <https://regulation.revues.org/7729>, 10.10.2016.

Hâkim Ortodoks Keynesçi İktisat Teorisi yöneltlen eleştirilerin en belirginlerinden biri de Klasik iktisadın izinde “Paracı Makro Teori”yi geliştiren M. Friedman’dan olmuştur. Friedman konjonktür dalgalarının nedeninin para politikası ile merkez bankalarının ekonomiye yaptığı gerekli olmayan müdahaleler sonucu geliştiğini iddia ederek 1960’larda Ortodoks Keynesçi görüşe eleştirilerini yöneltmiştir. Eleştirisinde *konjonktür dalgalarının** nedenini para arzı ile oynayan merkez bankalarına bağlamıştır ve geçici bir konjonktürel genişlemeye neden olacak para arzı artışının ya da geçici bir konjonktürel daralmaya neden olarak para arzı kısılmasının krizlere sebep olacağını savunmuştur. Bu tip konjonktür dalgalarını engellemenin ancak güvenilir, sabit parasal genişleme kuralını sıkı sıkıya takip edebilen ve büyüme oranı ile eşit bir parasal genişlemeyi izleyebilen bir merkez bankası yönetimi ile mümkün olabileceği vurgulamıştır.¹¹³ Keynes’in beklentileri Friedman için uyumcu beklentiler olarak teoriye eklenmiştir.¹¹⁴ Bu eleştiriler ise Klasik Teorinin yeniden canlanmasına hizmet etmiştir.

Geliştirilen bir diğer teori ise Lucas’ın “Yeni Klasik Makro Teorisi”dir. Teorinin tüm geliştirilmiş halleri bile son tahlilde;

(i) Kamunun, karar birimlerini yanıltmadığı sürece konjonktürel dalgalanmalar yaşanmayacağını,

(ii) Aynı şekilde “doğal işsizlik oranı” düzeyinde tam istihdama yaklaşan bir düzeyde dengede olan bir ekonomide merkez bankasınca evvelden duyurulan parasal genişlemenin karar birimlerinde fark edilip sonuçları öngörebilecekleri için önceden bilinen bu fiyat artışının üretim ve istihdamı artırmayarak konjonktür dalgalarına yol

* Ana akım iktisat okulları krizleri konjonktür teorileri ile açıklamaktadır. Bu alanda Joseph Alois Schumpeter’in 1939’da yayınladığı eseri sahaya dönük çalışmalara kaynaklık etmektedir. Schumpeter eserinde kapitalist sistemin çevrimlerini uzunluklarına göre dört aşamada tanımlamıştır. Bunlar sırasıyla Kitchin, Juglar, Kuznets ve Kondratieff çevrimleridir. (Bkz. Joseph A. Schumpeter, **Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process**, New York, McGraw-Hill, 1939.)

¹¹³ Thomas I. Palley, “Milton Friedman’s Economics and Political Economy: An Old Keynesian Critique”, **Macroeconomic Policy Institute**, Working Paper 134, July, 2014, (Çevrimiçi) https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_134_2014.pdf, 11.10.2016.

¹¹⁴ John B. Taylor, “How the Rational Expectations Revolution Has Changed Macroeconomic Policy Research”, **12th World Congress of the International Economic Association**, Buenos Aires, Argentina, August 24, 199, Revised Draft: February 29, 2000, Stanford University, (Çevrimiçi) <https://web.stanford.edu/~johntayl/Papers/IEALecture.pdf>, 11.10.2016.

açamayacağı iddia edilir. Sonuç olarak, eğer merkez bankaları karar birimlerine uygulayacağı para politikası ve atacağı adımlar hakkında gerekli bilgiyi vermezse yaşanacak muhtemel bir sinyal algılama sorununun paraya, yanlış bir unsur olma özelliği yükleyeceği, ancak tam bilgiye sahip olan karar birimlerince bu sorunun yaşanmaması durumunda paranın yansız olacağı savunulmaktadır.¹¹⁵

Yeni Klasiklerin içinde bir grup, üretim sahasında verimlilikteki değişmelerinin konjonktür dalgalarına sebebiyet verdiğini düşünerek, paranın tamamen yansız olduğunun savunulduğu ve ekonomide istikrarsızlığın içselleştirildiği “Yeni Klasik Reel Konjonktür Teorisi Okulunu” kurdular. Bu okul aslında öngörülebilirlik tezini savunurken konjonktür dalgalarını parasal faktörlerle değil reel faktörlerle açıklayan bu teori, “*üretim ve istihdam seviyesindeki konjonktürel dalgalanmaların teknoloji seviyesi ile reel şoklar sebebiyle oluşan verimlilik değişmelerinin*” neden olduğu stokastik sapmalar* dolayısıyla meydana geldiğini savunur.¹¹⁶

1980’lerden itibaren yaygınlaşan finansal krizler ve onların doğurduğu diğer negatif unsurları önlemek için alınan tedbirlerin yetersizliği yeni klasik teori bazlı tedbirleri eksik gören Keynesçi teorisyenler toplam talep politikalarını yeniden canlandırmak istediler. Geçmişteki yaklaşımlarına nazaran daha çok mikro iktisat kavramlarının dâhil edildiği, rasyonel beklentiler hipotezinin dikkate alındığı ve toplam arzın da hesaba katıldığı yeni teoriyle, “Yeni Keynesçi Makro Teori” ile yeni çözümlerini sunmaya başladılar.**

¹¹⁵ Monica Dobrescu, Liana Badea, Claudia Paicu, “Business Cycle Theories and Their Relevance To The Current Global Crisis”, **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, No 62, 2012, p. 239 – 243, p. 240-241, (Çevrimiçi) https://www.researchgate.net/publication/257716759_Business_cycle_theories_and_their_relevance_to_the_current_global_crisis, 14.11.2017.

* Stokastik sapmalar, zaman içinde değişkenlerin değerlerinde görülen rasgele değişimlerdir.

¹¹⁶ Finn E. Kydland, Edward C. Prescott, “Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth”, **Quarterly Review**, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Vol. 14, No: 2, USA, Spring 1990, p.3 <https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr1421.pdf>, 11.10.2016.

** Teori, talep ve arzın ikisinin birden konjonktürel dalgalanmalara sebep olabileceği ve eksik enformasyona dikkat çekmiştir. Paranın ise tam istihdam seviyesinde yansız ancak eksik istihdam seviyesinde yanlış olacağı savunulmuştur. Bu teori de dinamik stokastik denge modeli ile hareket etmektedir.

2008 küresel krizinin öncesine değin güncelliğini koruyan Yeni Klasik ve Yeni Keynesçi bu iki teorinin de savunduğu stokastik denge modeli, küresel krizin açıklanmasında başvurulmuş temel dayanaklardan oldu. Buna karşın, krizi iyileştirme yöntemleri kadar, krizin öngörülmesinde de yaşanan aksaklıklar ana akım konjonktür teorilerinin yetersizlikleri ile yorumlandı. (Yine de ana akım bu teoriler kendi içlerinde bir mukayeseye tabi tutulduklarında ise Keynesçi teorinin maliye politikaları ile çözüm üretilebilmesinden dolayı, görece daha nitelikli olduğu yaygın kabul gördü.)¹¹⁷ Özetle, 2008 küresel krizi açısından bu teorilerin krize sebebiyet veren unsurları yeterince kapsamadığı ve tam olarak açıklayamadığı görülmüştür.

Neoklasik iktisat teorisi, uygulanan iktisat politikasının her ne koşulda olursa olsun değişmeden aynı kalması gerektiğini savunur. Çünkü asıl olan orta ve uzun dönem planlardır ve kısa vadeli istikrar politikaları teorinin öncelikli ilgi alanı kapsamında değildir. Sabit oranlı para miktarı artışı kuralına tabi olan para politikası uygulamalarının geçerli olduğu bu yapıda hedef, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Öte yandan özelleştirilmelerin sürdürülmesi dolayısıyla devletin ekonomideki faaliyet alanının sınırlandırılması esas alınır. Devlet gelecek yatırımlara teşvik edici bir rol üstlenmiştir.

Uygulana gelen geçmiş dönem neoklasik iktisat politikaları Avrupa ve ABD özelinde değerlendirildiğinde, her iki ülke merkez bankasında da temelde kamu müdahalesi olmadan kırılganlıkların ve krizlerin yönetilebilmesi hedefi ile karşılaşılmaktadır. Buna rağmen yaygın olarak Avrupa Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını temel politik gösterge olarak kabul edip yüksek istihdam, büyüme ve dış ticaret hedeflerini bu temelde geliştirmeye çalıştığı; bunun yanında ABD'de ise Fed'in para politikası üzerinden fiyat istikrarını ve ekonomik büyüme politikasını yönlendirdiği görülmektedir.¹¹⁸

¹¹⁷ Robert J. Gordon, "What Is New-Keynesian Economics?" **Journal of Economic Literature**, Vol. 28, No. 3, September, 1990, p. 1115-1171, American Economic Association Stable, (Çevrimiçi) http://www.jstor.org/stable/2727103?origin=JSTOR-pdf&seq=1#page_scan_tab_contents, 12.10.2016.

¹¹⁸ Erol, s.22-23.

Neoklasik iktisadın eleştiriye açık bir diğer yönünü ise teorinin değişmezlik kuralına karşı geliştirdiği bağlılığı ifade eden “Geleneksel Sağduyu” (Conventional Wisdom) kavramı oluşturmaktadır. Bu kavram, toplumda herkesçe genel olarak kabul edilmiş olduğu öngörüsünün¹¹⁹, pratikte çoğu zaman geçerli olmadığı görülmektedir. Bunlar, halk arasında doğru bilinen yanlışlar olarak tabir edilmektedir.

Öte yandan, iktisadın ortaya çıkışında belirleyici bir role sahip olan Newton fiziği ve Öklit matematiği olgularından hareketle Say, Smith ve Ricardo’nun ilgili unsurları referans almalarının klasik iktisadın¹²⁰ kavramsal temellerinin mühendislik bilimine öykünerek atıldığını göstermektedir. İlerleyen yıllarda klasik iktisadın takipçilerinin ve geliştiricilerinin iktisada sağlayacakları katkının böyle bir temelde ilerlemesi de neoklasik iktisadın sahip olduğu açmazlara dönük eleştirilerin sürdürülmesine kaynaklık edebilir.

Büyük Buhran sonrası klasik teoriye yeni kavramlar ile eklemlenen Keynesyen politikalar, 1973 OPEC krizi ile 1970’ler boyunca ve 80’lerin başına dek süren stagflasyon ve beraberindeki güncel sorunlara çözüm üretememesi neticesinde yerini klasik iktisat düşüncesinin uzantılarına bırakmıştır. Devlet müdahalesinin dışlandığı klasik yönelim ile liberalleşme önerileri batı ülkelerinde hızla yükselmeye başlamıştır. Gelişen deregülasyon dönemi ile azalan devlet harcamalarına karşılık devletin ekonomi içindeki görünürlüğünün giderek azaltılması hedeflenmiştir.¹²¹ ABD’de Reaganomics, İngiltere’de ise Thatcherism olarak anılan dönemin arz yanlı liberal kapitalizm yeni uygulamaları Keynesyen uygulamaların uzağında ve özel sektörün verimliliğinin yükseltilmesine yönelik amaçları içeren bir sistem olarak kurgulana gelmiştir. Neoliberal iktisat teorisi devletin ekonomideki rolünün asgari düzeye indirgenmesi ve piyasanın kaynak dağılımında ana unsur olması saikleri

¹¹⁹ “Conventional Wisdom”, **Merriam-Webster Dictionary**, (Çevrimiçi) <https://www.merriam-webster.com/dictionary/conventional%20wisdom>, 07.06.2017.

¹²⁰ Jack Birner, “A Conservative Approach to Progress in Economics”, **Is There Progress in Economics**, Ed. by. Stephan Boehm, Christian Gehrke, Heinz D. Kurz, Richard Sturm, Edward Elgar Publishing, 2002, p.65-88, (Çevrimiçi) <https://www.researchgate.net/publication/267213965>, 23.06.2017.

¹²¹ Hakan Ay, Öznur Uçar, “Üç Ekonomik Krizin Analizi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:17, Sayı:1, Yıl: 2015, Sayfa: 11-32, s.17, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.16953/deusbed.83818>, 04.03.2018.

üzerine kuruludur. Bu bağlamda geliştirilen politikalar, stagflasyonu artan oranlı vergilerle düşen yatırım oranları ve emek piyasasının esnek olmaması ile açıklamaktadır. Dolayısıyla vergi kolaylıkları ve yatırımlara sağlanan desteklerle özel sektör bilinçli olarak kayırılmaktadır. Özel kesime yönelik bu pozitif ayrımcılık ile sağlanacak büyüme sayesinde toplumdaki dezavantajlı düşük gelir guruplarının da olumlu yönde etkileneceği beklenmiştir.¹²²

Özel sektörün ve finansal serbestleşmenin teşviki ile gelişen neoliberal uygulamalarla sermaye hareketlerinin yönünün gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere doğru olacağı, yani bu serbestleşme ile en büyük yararı gelişmekte olan ülke ekonomilerinin elde edeceği de beklentiler arasında yer almaktadır. Ancak pratikte, bilhassa 1980'lerden bu yana neoliberal iktisat politikalarınca teşvik edilen finansal serbestleşme bugün geline nokta da böyle bir sonuç doğurmaktan çok uzak neticeleri taşımıştır az gelişmiş ülke ekonomilerine.

Neoliberal politikaların uygulayıcıları arasında farklar ise ekonomiler arasındaki düzenleme yaklaşımındaki ayrımlarla gelişmiştir. Hacmi giderek büyüyen finansal hizmetler endüstrilerine yönelik ülkeler arası farklılıklar Anglo-Sakson kapitalizminin birbirinden ayrılan yönlerini temsil etmektedir. Sürekli genişleyen finansal hizmetler endüstrisi üzerinde etkin bir denetime sahip olmayan ABD ve İngiltere finans piyasasındaki deregülasyon ağırlıklı uygulamaları ile Kanada ve Avusturalya'daki regülasyonlardan sapmadan uygulanan liberal politika uygulamalarında bu farklar izlenebilmektedir. Bu durum Kanada ve Avustralya ekonomilerindeki dengeleyici güçlerin varlığı ile iktisadi liberalizmin daha dengeli bir hale getirilerek bu devletlerin kapasitesini artırdığını göstermektedir.¹²³

Neoliberal uygulamaların bir politik tercih olmasını takiben gelişen iktisadi krizler ise ABD'nin baskın etkisiyle varlık alanını genişletmiştir. Son dönem krizlerin seyrinde Bretton-Woods sistemi gelişmeleri, vergi indirimlerinden kaynaklı gelişen

¹²² Ahmet İncekara, Betül Mutlugün, "Türkiye'de Neoliberal Ekonomi Politikaları Sürecinde Gelir Bölüşümü ve İktisadi Büyüme İlişkisinin Analizi", **International Conference on Eurasian Economies 2016**, s.358-366

¹²³ Sue Konzelmann, Marc Fovargue-Davies, Gerhard Schnyder, "Varieties of Liberalism: Anglo-Saxon Capitalism in Crisis?", **Centre for Business Research**, University of Cambridge Working Paper No. 403, June 2010, p.10-15, (Çevrimiçi) www.cbr.cam.ac.uk, 17.11.2017.

bütçe açıkları, artan borçla finanse edilen kamusal faaliyetler, 90'ların konsolidasyon süreci, özelleştirmeler ve beraberindeki finans piyasalarının gevşetilen ve giderek etkisizleştirilen düzenlemeleri¹²⁴ neoliberal iktisat politikalarının kriz unsurlarını büyütülmüştür.*

2008 krizi devletin kapitalizm tarihindeki en büyük kurtarma operasyonlarına şahitlik eden bir neoliberal kriz deneyimidir. Neoliberal iktisadın söylem-eylem çelişkisinin tezahürü olan bu finansal kriz ile iktisadi tercihler üzerinden mevcut sistem yeniden sorgulatmıştır. Bu bağlamda, liberal iktisat temelinde aldıkları eleştiriler ve müdahale unsurları yönüyle 1929 krizine de benzetilen 2008 krizinde kamu harcamaları artırılmıştır ve genişletici para politikası uygulamalarına ağırlık verilerek ekonomi canlandırılmak istenmiştir (ki bu durum 1929 krizinde gecikmeli olarak uygulanabilmiştir.) Kısaca, her iki kriz de Keynesyen iktisadın itibarının yükseldiği krizler olmuştur. Ancak 1929 krizinin serbest piyasanın bir krizi olmadığı yönünde iddialar da gelişmiştir. Örneğin Avusturya Okulu temsilcileri krizde devletin ciddi bir payının olduğu, hükümetin gücünün artırılması amacıyla serbest piyasanın kötülendiği ve aynı hataların büyük buhran sonrası 1930'ların başında da yapıldığı öne sürülmüştür.¹²⁵ Benzer şekilde klasik liberal iktisat savunucularınca 2008 krizi için piyasaların deregüle edilmesinden dolayı değil, aksine hükümetin yaklaşık otuz yıldır piyasaları regülasyona tabi tuttuğu ve serbest piyasaya yöneltilen eleştirilerin hükümetin piyasalara müdahalesini güçlendirerek, hükümet müdahalelerinin meşrulaştırılacağı, bu müdahaleler sonucu yaratılan dezenformasyonun kırılabilirliği tetikleyeceği ve bu yapılanların da liberal iktisat uygulamaları olduğu iddialarının asılsız olduğu ileri sürülmüştür. Sistemin kriz deneyimlerinin klasik iktisada yüklenmesinin ve böylelikle rağbet edilen Keynesyen eylemler ve uygulana gelen para

¹²⁴ Streeck, **a.g.e.**, s. 37-41.

* Kapitalizmin “kendiliğinden dengeye gelme” görüşü ile krizlerinin iyi bir sonla sona ereceği düşüncesi ve buna tereddütle yaklaşan karşıt görüş kriz kuramlarının geliştirilmesindeki temel yaklaşım farklarını şekillendirmektedir. Tıpkı Theodor Adorno gibi, Frankfurt Okulu kriz kuramlarının takipçisi toplum bilimci Wolfgang Streeck de toplumsal düzenin kırılabilirliğe ve krizler için öngörülme güçlüklerini ihtiva etmesine dikkat çeker. Krizlerin her zaman toplumları iyi bir sonla karşılaştıracığı görüşünü reddeder ve her şeyin önünde sonunda kendiliğinden dengeye geleceği görüşüne de katılmaz. (A.e.)

¹²⁵ George Reisman, “The Myth that Laissez Faire Is Responsible for Our Present Crisis”, **Misses Daily Articles**, 23.10.2008, (Çevrimiçi) <https://mises.org/library/myth-laissez-faire-responsible-our-present-crisis>, 04.03.2017.

politikası tercihlerinin tıpkı geçmişteki müdahale teşebbüslerinde olduğu gibi¹²⁶ gelecekte de yeni krizleri beraberinde getireceği vurgulanmıştır.

Keynesyen politikalarla *müdahale sınırları genişletilmiş* ya da aksine neoliberal tercihlerle serbestliğin sınırları zorlanmış olsun, kapitalizmin kurumsal yapısını belirleyen temel öğretilerin kabulü ile şekillenen küresel hâkimiyet varlığını sürdürmektedir. Bu hâkimiyet de gelişen karşıt olasılıklara karşı önemli bir direnç sergilemektedir. Gelişmiş ülkelerdeki hâkim eğilimin kapitalizm lehine olmasıyla ayırt edici şekilde ana akım iktisadın kabullerinin yaygınlaştırılmasına yönelik çabalar sistemsal revizyonun zaman kaybına ve böylelikle kapitalizmin kendine dönen, gelişimini engelleyen bir hasara yol açmaktadır. Bu süreçte, kapitalizm doğası gereği bir tür sistemik krizler bütünü olduğu kabulü de kapitalizmin kendisinden ziyade aksaklıklarının sürdürülebilirliğine dönük çabaların bir parçası gibi düşünülebilir. Bu doğrultuda geçmişte olduğu üzere ana akım iktisadın ancak güncellenmesi olacak bu çabalar ile şekillenmesi de teoride köklü değişimlerin gerçekleşebilmesini engellemektedir.

Neoklasik ve neoliberal iktisadın krizleri ile 2008 krizi özelinde ana akım yeni iktisadın geçirdiği kavramsal ve metodolojik aşamalar iktisadın bilimsel ve toplumsal özelliklerini de etkilemektedir. Krizlerin sistemden bir kopuşa sebep olacak paradigmal değişimlere neden olup olmayacağı, ana akım iktisat teorileri açısından nasıl bir değişime yol açacağı, bu değişimin evrimsel bir süreci mi yoksa köklü, yapısal bir değişimi mi temsil edeceği iktisadın toplumsal bir alt yapı parametresi olma durumunun şekillenmesinde rol almaktadır. Bu faktörlerin sebep olacağı değişimlerin derecesi ve niteliği ile iktisat biliminin yeni dünyadaki konumu da belirlenmektedir.

¹²⁶ Richard M. Ebeling, “History is Clear, Central Banks Fail to Assure Economic Stability”, **Misses Wire**, 31.05.2018, (Çevrimiçi) <https://mises.org/wire/history-clear-central-banks-fail-assure-economic-stability>, 17.05.2019.

1.3.2. Krizler Doğal Geçişlerdir Kabulünün Ekonomiye Etkileri: Krizlerin Okunmasında Yöntem Sorunsalı

Krizlerin tekrar etmesinin gerekçesi olan pek çok teknik sebebin yanında ana akım liberal öğretinin yargıları etrafında gelişen kabuller krizleri iktisadi gelişimin doğal bir sonucu olarak göstermektedir. Araştırmacılar için tuzaklar olarak nitelendirilebilecek ideolojik kabuller ve önyargılar etrafında şekillenen bu sonuçlar aynı zamanda ekonomik aktörler için de belirgin tehditler barındırmaktadır. Bu kabulleniş (bilimin ve toplumun üzerinde kurduğu baskı ile) var olan politik mücadelelerin yanı sıra mevcut sistemin gelişimini ve onu etkileme kabiliyetini olumsuz yönde etkilemektedir. Tersine halinde yani bilimsel olduğu ileri sürülen sınıflandırmalardan vazgeçilebilme ihtimali, araştırmacılar ve onların muhataplarına yakın geçmişin olayları ile ilgili bir takım siyasal hayal kırıklıklarından ve yanılsamalardan esirgenme fırsatını da doğuracaktır.¹²⁷ Bu minvalde politik ve iktisadi sistemlerin okunmasında ideolojik önyargıların varlığının bilimi ne denli etkileyebileceğine değinen Andre Gunder Frank, gerçekte ne feodalizmden kapitalizme ne de kapitalizmden sosyalizme geçiş diye bir şey olmadığı ve buna benzer bir geçişin de olamayacağını değinir. Üretim tarzlarına ilişkin bu tip analitik sınıflandırmaların insanlığın gerçek dünyanın politik-ekonomik sistemini görmekten alıkoyma riskine karşın, bu tip kategorize etme eylemlerini tümüyle bir yana bırakmanın daha yararlı olacağını vurgulamaktadır.¹²⁸ Frank bu tespiti ile dünya sisteminin anlaşılmasında takip edilen geçiş ve tarz kategorileri yaklaşımının dünya sisteminin en önemli temel niteliklerinin araştırılmasını engelleyerek, böylece bilimin bu sahada gelişiminin de engellediğine değinir. Ayrıca bilgi birikimi süreci gelişiminin de önünde bir engel olabilecek bu durum, Pierre Vilar'ın da ifade ettiği gibi bilimsel analizleri sürekli bir basitleştirme eğilimine yöneltmektedir.¹²⁹ Bu da basit bir tür

¹²⁷ Andre Gunder Frank, Barry K. Gills, "The 5,000-Year World System-An Interdisciplinary Introduction", **The World System: Five Hundred Years or Five Thousand?**, UK, Routledge Publication Ed. by Andre Gunder Frank, Barry K. Gills, 1996, p.47.

¹²⁸ Andre Gunder Frank, "Transitional Ideological Modes, Feudalism, Capitalism, Socialism", **The World System: Five Hundred Years or Five Thousand?**, UK, Routledge Publication Ed. by. Andre Gunder Frank, Barry K. Gills 1996, p.200

¹²⁹ Landes, **a.g.e.**, s. 55.

yöntem sorununun ötesinde, değişimi süreç alabilecek yerleşik bir yapısal durumu işaret etmektedir.

Öte yandan Avrupa merkezli modern kapitalizmin, ülkeleri birleştirebilecek tek toplumsal sistem olabileceği kanısı kapitalizme teorik olarak büyük bir misyon yükledi. Beklentilerini bu yönde belirleyen ülkeler batı merkezli bir ideolojinin de taraftarı olmuş oldular. Küreselleşmenin hızlandırdığı bir olma, birleşme eylemleri modern kapitalizm öncesi unsurları da önemsiz kılmaya başladı. En çok rekabetin yara aldığı modern kapitalist sistemde ülkeler arasındaki farklılıkların yok olması yalnızca ekonomik değil aynı zamanda yeni toplumsal sonuçlar da doğurdu. Tüm sonuçları ile modern dünya sisteminin geline son aşamasında sistem (Leninist bir yaklaşımla) “19. yy’ın son dönemlerinde emperyalizmin yükselişi ile başlayan kapitalizmin yeni bir biçimi ile tanımlandı” şeklinde yorumlandı. Bu yaklaşımın karşısında ise kapitalizmin dünya üzerindeki egemen sistem olmasının sürpriz olmadığı, aksine beklenen, doğal bir durum olması¹³⁰ kabulü yer aldı.*

Krizlerin okunmasında var olan yöntemsel sorunsala kapitalizmin tarihini de ele alan dünya sistemi araştırmalarında takip edilen usuller kaynaklık etmektedir. Dünya sistemi tezi savunucuları mevcut baskın küresel yapının evrimi ve kapitalizm araştırmalarını binlerce yıllık bir araştırmanın konusu edinirler. Böylece literatürde tartışmalı tespitlere de sebep olma riski barındıran Avrupa merkezli kapitalizm tahlillerinden yola çıkarak, Avrupa’nın dünya üzerindeki sistem kurucu-yüklenici misyonu ekseninde gelişen dünya sistemi araştırmalarının temel bir eksiklik ile geliştiği vurgulanmaktadır. Küresel etkileşimin yeterince yer almadığı incelemeler Avrupa merkezli kapitalizmden sıyrılarak dünyanın geri kalan bölgelerinin de eşanlı şekilde ilgili sürece dahil edilmesi ile kapitalizmin bir sistem olarak doğal bir akışta gelişmiş olma olasılığı ile mevcut kabullerinin ve tanımlarının gelişim sürecindeki

¹³⁰ Samir Amin, “The Ancient World-Systems Versus the Modern Capitalist World-System”, **Research Foundation of State University of New York**, Vol. 14, No. 3, Summer, 1991, p. 349- 355, (Çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/40241188>, 16.06.2017.

* Bu çalışmaların Avrupa merkezli oluşu dikkat çekicidir. İlgili dönemin sömürgeleşmeyen Asya, Arap ve Afrika ülkelerinin ön kapitalist özellikleri taşıyıp taşımadığı bir diğer önemli safhayı teşkil eder ki bu da kapitalizmin küresel egemen bir sistem oluşu ve yayılma hızını açıklamada belirleyici parametreler arasında yer almaktadır. (A.e.)

küresel kapsayıcılığı da görülebilmektedir. Bu yöntem var olan kavram karmaşasından kurtulmak ve sosyal bilimlerin sübjektif yargıya açık yanlarının kontrolünün desteklenmesine de hizmet etmektedir. Böylelikle, modern kapitalizmi anlamada özel bir öneme sahip olduğu kabul edilen feodalizmden kapitalizme geçiş sürecinde küresel etkileşimin dereceleri daha iyi algılanabilir hale gelmektedir.

Avrupa merkezli dünya tarihi yaklaşımının ve dünya tarihi yazıcılığındaki metodolojik tercihlerin çeşitlendirilmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bağlamda tarih yazımı yalnızca tarihçilerin değil, sosyologların ve matematik okuması yapabilen ekonomistlerin de işi olmalıdır ve Afrika ve Orta Doğu dünya sistemi tarihi içindeki araştırmalardan daha fazla payına düşeni alabilmelidir. Çağlar öncesi seyrin bugünü açıklamadaki gücünün yadsınması akla yatkın değildir. Bu sebeple antropoloji ve arkeoloji bilimlerinin diğer bilimlerin aradıklarına yanıt bulmada ortak çalışmalar yapmaları büyük önem taşımaktadır.

Kapitalizmin 20. yy'ın sonundan bu yana finansal kırılganlığı, bünyesinde doğal olarak üretebildiği varsayılmaktadır. Sistem düzenli olarak kriz üretme eğiliminde görülmektedir. Keynesgil öğretide aralıksız bir düzenlemeci yaklaşımla sistemin regülasyonu gerekli görülürken, klasik öğretinin yakın takipçileri ise geçmişin aksine krizin varlığını ret etmezken, krizlerin büyüme için vazgeçilemez fırsatlar sunabileceği ve kriz tellağıyla sistemin yönetilmesinin daha büyük piyasa aksaklıklarına sebep olacağına vurgu yapmaktadırlar. Bu yaklaşım başta iktisadi olmak üzere hukukun ideal düzenlemelerine yönelik vasıflarını da etkisizleştirmektedir.

Kavramlar hakkındaki belirsizlikler de zaman içinde yaşanan krizler neticesinde elde edilen deneyimlerle netleşmektedir. Örneğin, tam istihdam kavramı ile ilgili mevcut içeriğin politik süreç içinde 1940'larda belirlenmiş olması buna gösterilebilecek bir örnektir. Fiyat seviyesi, istihdam seviyesi, dış ödemeler ve ekonominin büyüme oranı gibi konularda açık bir kanaat ve tavır sahibi olmak için bu değişkenlerin ne olması gerektiği hakkında da açık bir bilgi düzeyine sahip olunması gerekmektedir. Ancak böylelikle eldeki açık bilginin vereceği yön ile seçilecek model

ve metotlar aracılığıyla çözümler üretilebilecektir.¹³¹ Bu durumun da bir tezahür olarak klasik ve devamında neoklasik ekolde de varlığını muhafaza eden ve tıpkı fizik kuralları gibi çalıştığına inanılan mutlak değişmez iktisat yasalarına (bireyin rasyonel tercihlerde bulunması, piyasa dengesi, arz-talep kanunu, vd.) kazananların hedefleri nispetinde yüklenen anlamlarla duyulan güven, toplumsal bir algı karmaşasının alt yapısını oluşturmaktadır. Çünkü süreçte bilginin vereceği yön yerine bilgiye verilen yönün varlığı meşrulaştırmaktadır. Bu yön verme durumu krizlerin sistemin doğal geçişleri olması iddiasında da varlığını göstermektedir. Kapitalizmin doğası gereği istikrarsız olduğunu savunan Keynesyen görüş ile etkisindeki neoklasik sentez ve devamındaki paydaşları krizleri beklenir ama yönetilebilir olarak kabullenmişlerdir.

Dünyanın büyük kısmında etkili olan lobicilik siyasi otoriteyi etkilemeyi başarak hukukun üzerinde kurulabilen baskı ile mevcut kurumsal yapının, hâkim bir güç odağının hedefleri doğrultusunda hareket etmesine hizmet ettiği gözlenmektedir. Kapitalizmi bu tür eylemlere elverişli hale getiren unsurlar ve bu unsurların sistemin kurumsal yapısının ayrılmaz bir parçası olarak kabul edilmesi durumu krizlerin ve beraberindeki sosyal olguların okunmasında etkili olan bir şablonun gelişiminin zeminini temsil etmektedir. Ekonomik bir sistem olarak son evrelerinde krizleri kucaklayan kapitalizm, kurumsal kimliğinin bir parçası olarak feodal dönemden bu yana geçirdiği aşamalarla aslında binlerce yıldır var olan etkileşimler bütünüünün içinde varlığını sürdürmektedir. Politik unsurlar, sosyal koşullar, bilhassa çıkar gruplarının ulusal ve uluslararası hedefleri bir sistem olarak kapitalizmin şekillenmesinde geçmişte olduğu gibi bugün de etkisini sürdürmektedir. Sonuç olarak, bu sistemin kuralları çerçevesinde politika yapıcılarının toplumun tüm kesimlerinde eşit sonuçlar doğurucu kararlar alması kapitalizmin sorunu olmaktan uzakta görünmektedir ve bu durum ile yaşanan “doğal krizler”, sanki hiç var olmamışçasına tüm kurumsal unsurlarıyla sistemin varlığına ve kapsamına duyulan inancı beslemektedir.*

¹³¹ Fisher, **a.g.e.**, s. 9.

* Bkz. Ekler: Laziness - Poverty, Work – Wealth (Poster).

1.3.3. Kriz Öngörüsüzlüğünün Çelişkisi: Neoliberal Politikaların Kriz Öngörülebilirliği Eleştirisi

Kriz modelleri krizler oluştuktan sonra geliştirilseler de gelecek krizler için öngörü beceresinin gelişimine katkılar sunması beklenmektedir. 2008 krizinin oluşumunu açıklamada ve öngörülmesinde zafiyetler yaşayan bilhassa yerleşik ana akım iktisat teorilerine dönük şüpheler ise gelecek krizler için bilimsel olduğu kadar toplumsal olarak da belirgin bir farkındalığın gelişimini desteklemektedir.

Kriz modellerinin ilki kamu sektöründe meydana gelen yüksek harcama miktarları ile oluşan bütçe açıklarının para basılması yoluyla giderilmesi sonucu 1970’li yıllarda bilhassa Latin Amerika’da yaşanan krizlerin deneyimlenmesi sonucu tanımlanmıştır. Burada krizler bütçe açıklarının bir ürünüdür. İkincisinde ise finans piyasalarının aşırı risk alması ile bozulan mali göstergelerle finansal kırılganlığın artması ve döviz kurunun pahalılaşması ile bankaların ödeme güçlüğü yaşaması şeklinde cereyan eden krizleri tanımlamaktadır. Bunlara ek olarak, 1990’lardaki Asya Krizi ile birlikte de bankacılık sistemine odaklanan yeni bir üçüncü nesil kriz modeli teorisi üzerine ilk tanımlama çalışmaları gelişmiştir.¹³² Finans kuruluşlarının ahlaki tehlikeye sebebiyet veren borç verme eylemlerine hükümetin sağlayacağı örtük desteklerle gizli bir garantörlük yapma durumu bu yeni nesil krizlerin karakterini belirlemektedir. Eldeki tüm bu analizlerin paralelinde Krugman’ın *‘Dünyanın krizler üretmek için yeni yollar aradığı’*¹³³ eleştirisinin üzerinden yalnızca sekiz yıl geçtikten sonra kehanet sayılmayacak öngörülerin gerçekleşmiş olması da öngörülmeyen bir krizin sistemli bir şekilde olasılıksız hale getirilmiş olmasına ve gelecekte daha pek çok kriz modeli geliştirilmesinin ihtimaline işaret etmektedir. Benzer şekilde, yine 2008 krizinden önceki pek çok örnekte gözlenebildiği gibi Kindleberger ve Aliber’in de değindiği üzere sistemler sakin dönemlerde düzenli çalışabilmelerine rağmen kriz zamanlarında dümeni kontrol edecek daha belirleyici bir arayışa girilebilmektedir.

¹³² Olivier Jeanne, “Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments”, **Special Papers in International Economic**, No:20, Princeton University, March 2000, p.5-6, https://www.princeton.edu/~ies/IES_Special_Papers/SP20.pdf, 07.11.2017.

¹³³ Krugman, **a.g.e.**, p.471.

Buradan hareketle de önümüzdeki yıllarda ekonomik ve finansal krizlerden kaçma ihtimali zayıf görünmektedir.¹³⁴

2008 krizi de tıpkı diğer krizler gibi kapitalizmin doğası gereği istikrarsız olduğu iddiasının bir argümanı olarak sunulması üzerinden krizin küresel etkileri göz önüne alındığında ülkeler arasında farklı kapitalizm uygulamalarına karşılık, krizin benzer etkiler doğurmasından hareketle, bir bütün olarak içine düştüğü “söylem-eylem” tutarsızlığı sonucu kapitalizmin temel kurumsal unsurlarının yeniden tanımlanması gerekliliği tartışmaları hız kazanmıştır. Kurumsal unsurlar ile makroekonomi modellerince tanımlanamayan kriz olgularının da böylelikle tanımlanabilmesi (örneğin finansal kurumların risk alma kararlarını da içerebilecek yeterlilikte olması) beklenmektedir.¹³⁵

Finansal istikrarın ölçülmesinde temel olarak altı alandan elde edilen parametreler dikkate alınmaktadır. Bunlar, “büyüme, kamu mali göstergeleri ve enflasyon oranı ile *reel sektör* (1); kaldıraç ve kazanç oranları, döviz pozisyonu, iflas beyanları ve konkordato başvuruları ile *şirketler* (2); varlık ve borç seviyesine, gelir ve tüketim durumu, anapara ve faiz ödemeleri ile *hane halkı* (3); döviz kurları, döviz rezervleri, cari açık, sermaye hareketleri ve döviz ve vade uyumsuzlukları ile *dış âlem* (4); toplam parasal büyüklükler, faiz oranları, banka kredileri, kaldıraç oranları, sorunlu kredi oranları, risk primleri ve spreadler, sermaye yeterliliği, likidite oranları, derecelendirme notları, sektörel ve bölgesel yoğunlaşma gibi ölçümler ile *finansal sektör* (5); menkul kıymet borsa endeksleri, şirket bonolarının risk primleri ve spreadleri, piyasa likiditesi, oynaklık (volatilité) düzeyi ve konut fiyatları gibi değişkenler ile *finansal piyasalar* (6)” şeklinde finansal istikrarın ölçülmesi ve değerlendirilmesinde kullanılan parametrelerdir.¹³⁶ Bu parametrelerdeki bozulmalar

¹³⁴ Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber, **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**, New Jersey, John Wiley & Sons, 5th edition, 2005, p.274.

¹³⁵ Joseph E. Stiglitz, “Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis”, Washington, DC, **IMF Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis**, March 7-8, 2011, p.54 (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/JSpresentation.pdf>, 04.12.2017.

¹³⁶ Blaise Gadanecz, Kaushik Jayaram, Measures of Financial Stability - A Review, **IFC Bulletin**, Banks For International Settlements, No 31, July 2009, p.367-369, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb31ab.pdf>, 04.12.2018.

finansal istikrarsızlık için bir sinyal mekanizması olarak kullanılır ancak bu bozulmalar hemen bir krizin habercisi olarak da okunmaz.

Birleşik Krallık kraliçesinin British Academy'ye yaptığı bir ziyaret esnasında, sinyal mekanizması olarak kullanılan bu parametreleri okumada son derece mahir olanlara, krizin neden öngörülemediğine dair sorusu, soruya verilen yanıttan daha dikkat çekici olmuştu. Çünkü bu yaklaşım ile sisteme karşı duyulan şüphenin artık her kademedede kendisini gösterdiği düşünülmeye başlamıştı. Verilen yanıt ise akademinin kıdemli iktisatçılarının kraliçeye cevaben kaleme aldıkları mektup* ile iletildi. Özetle ekonomistlerin krizi öngörememiş olmalarının ekonomistlerce bir tür öngörü eksikliği yaşandığı ve onların kusura yakalanmalarına sebep olacak bir yanılğı içine düşmüş oldukları şekilde ifade edildi.¹³⁷

Ancak 2000'lerin başlarından itibaren büyüyen konut balonu ile ilgili gelişen sorunlara dikkat çekenler de yok değildi. Bu alanda gelen sorulara ve kaygılara karşı yüksek özgüven sergileyen Fed temsilcilerine karşın, ekonomist Nouriel Roubini¹³⁸ gibi pek çok araştırmacı (Edward E. Leamer, Paul Kasriel, Stephane Fitch ve Brandon Copple de dâhil olmak üzere)¹³⁹ yakın zamanda yaşanabilecek muhtemel bir krize değinmişlerdi. Bu isimler genelde herkesin anlayabileceği şekilde konuya direk dikkat çekemeseler de geçmişteki deneyimleri hatırlatarak, konut piyasasında işlerin yolunda gitmediğini gösteren delilleri sunabildiler.

2008 krizi öncesinde yaşanan finansal kriz örnekleri ve bilhassa 1990'ların sonu ve 2000'lerin başında deneyimlenen gelişmeler muhtemel bir krizin eşikte olabileceğinin sinyallerini vermekteydi. Örneğin ahlaki tehlikenin 1987 borsa çöküşü ile ilişkilendirildiği çalışmalar ile devletin finansal kuruluşları kurtarmasının etkileri

* Bkz. Ekler: British Academy, İktisatçıların Kraliçe'ye Mektubu.

¹³⁷ Tim Besley, Peter Hennessy, "Global Financial Crisis Why Didnt Anybody Notice", **British Academy**, 22.07.2009, London, (Çevrimiçi) <https://www.thebritishacademy.ac.uk/publications/british-academy-review/global-financial-crisis-why-didnt-anybody-notice>, 31.05.2017.

¹³⁸ Stephen Mihm, "Dr. Doom", **The New York Times**, Profile -Nouriel Roubini-Predicting Crises in the United States Economy, 15.08.2008, (Çevrimiçi) <https://www.nytimes.com/2008/08/17/magazine/17pessimist-t.html>, 09.06.2019.

¹³⁹ Bruce Bartlett, "Who Saw The Housing Bubble Coming?", **Forbes**, Jan 2, 2009, (Çevrimiçi) https://www.forbes.com/2008/12/31/housing-bubble-crash-oped-cx_bb_0102bartlett.html#b6d41a25a43a, 10.10.2017.

evvelce incelenmiş ve detaylı çalışmalar literatüre kazandırılmıştı.¹⁴⁰ 1987 borsa çöküşünden 20 yıl sonra benzer bir durum yeniden yaşandı ve bu da aslında 2008 küresel krizinin savunulduğu kadar öngörülemez olmadığını gösterdi. Üstelik sadece bağımsız araştırmalar değil, BIS gibi para ve ekonomi yönetimi alanındaki uluslararası organizasyonlar da 2000’lerin başındaki analizler ile bu tehlikeye dikkat çekmekte ve olası riskler hakkında detaylı veriler sunmaktaydı.¹⁴¹

Yaygın olarak finansal istikrarsızlığın ölçülmesinde ve öngörülmesinde “*bilanço ve piyasa verilerinin analiz edilmesi, erken uyarı göstergeleri, vektörel oto-regresyon ve makro stres testlerine*” başvurulmaktadır¹⁴². Gelecek krizler ile ilgili doğrudan bir delil olarak kullanılamamasına ve fazlasıyla makro odaklı olmasına rağmen yine de finansal istikrarsızlık ölçüm sonuçları krizlerin öngörülmesinde değerlendirilebilecek genel bir kanaat aracı olarak tercih edilebilecek niteliklere sahiptir.

Öte yandan ana akım yeni iktisatta Dinamik Olasılıksal Genel Denge (DSGE-Dynamic Stochastic General Equilibrium) modelleri ile mikro temelli iktisat yöntemlerinin makro iktisat ile adapte edilmesi neticesinde krizlerin öngörülmesi ve yönetilmesindeki etkinlik iktisadın matematik ve bilgisayar teknolojileri ile uyumuna yüklenmektedir.

Temel DSGE modellerinin finansal piyasaları modelleyemiyor olmaları ise finansal kırılganlıkların ve kriz dalgalarının hesaplamalardan dışlanması ile konjonktür dalgalarının açıklanamaması sonucunu doğurmaktadır. Neoliberal etkilerle ana akım modellerin 1970’lerle birlikte kurgularının karar alma sürecini etkileyen unsurları görmezden gelen ve modellerin dışında tutma eğilimi sergilediği görülmektedir. Zira kriz olması halinde krizleri bir tür sistemin kaçınılmaz unsuru

¹⁴⁰ Lawrence H. Summers, “Macroeconomic Consequences of Financial Crises”, The Risk of Economic Crisis, Ed. Martin Feldstein, University of Chicago Press, 1989, p. 135 – 158, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/chapters/c6231.pdf>, 10.10.2017.

¹⁴¹ William R White, “Are Changes in Financial Structure Extending Safety Nets”, **BIS Working Papers**, No 145, January 2004, p. 5-16, <https://www.bis.org/publ/work145.pdf>, 09.10.2017.

¹⁴² Borio Claudio, Drehmann Mathias, “Towards an Operational Framework for Financial Stability: ‘Fuzzy’ Measurement and Its Consequences”, **BIS Working Papers**, No 284, 11, June 2009, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/work284.htm>, 09.10.2017.

olarak kabul eden bir öğreti her an devreye konulmak üzere hazırda bekletilmektedir. Bu dışlama finansal kriz araştırmalarına gereken alanın açılmamasına, teorilerin gerçek dünyanın ihtiyaçlarını, yeniliklerini ve değişimlerinin görmezden gelinmesine sebep olmaktadır. Temel analiz aracı olarak kullanılan DSGE modelleri ile finansal piyasaların zayıf modellendiği ve dolayısıyla bu modellerin finansal istikrarsızlık araştırmalarındaki stres testlerine eklenilebilmesini engelleyerek bahsi geçen modelin finans piyasalarını test etmede yetersiz kaldığı görüşü de yaygınlaşmıştır. Bu ise 2008 krizinin öngörülmemesine kaynaklık eden bir durum olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla merkez bankasının likidite yetersizliği ile finansal kırılganlık ve krizler gibi meselelerin de bu model aracılığıyla incelenmesi gerekliliği bir kez daha gündeme gelmiştir. Böylelikle, ana akım makro iktisat teorilerinin 2008 krizini açıklamadaki yetersizliği, yaygın olarak teorinin uygulamadaki zaafı ile açıklanmış olmaktadır. Ancak bu açıklama kapitalizmin kendi içinde gelişen çelişkinin önüne geçememektedir. Kökende sıkı sıkıya bağlı olduğu piyasa ve rekabet kavramlarına dayandırılan öğretinin serbest rekabetin piyasaları dengeye getireceğindeki fanatik bağlılığı ana akım iktisat teorilerinin temel açmazlarından biri olarak eleştirilmeye devam etmektedir. Bu açmazların gelişiminde ise fizik biliminin yöntemlerinin tercihi edilmesi ile ana akım iktisadın sosyal gerçekliği yakalamadaki başarısızlığına dikkat çekilmektedir.¹⁴³

Kriz öngörüsüzlüğü'nün çelişkisi olarak merkez bankalarının tutumları da dikkat çekicidir. Dünyada bazı merkez bankalarının istediği zaman krize göz yumma kabiliyeti bulunduğu geçmiş krizlerle de deneyimlenmiştir. Eğer sistem kriz isterse yani “dünya krizler üretmek için yeni yollar aramaya” başlarsa, sistemin kurumları da sessizleşerek krize göz yumabilir ve bu durumda da o krizin öngörülmemesi gerekir. 1970'lerde İngiltere'de ve ABD'de Büyük Durgunluk olarak adlandırılan gayrimenkul kredisi krizleri, 1980'lerin (şimdinin yükselen ekonomileri olarak anılan) dönemin az gelişmiş ülkelere açılan kredileri ile tetiklenen küresel krizleri ve akabinde 1982 ile 1992 yılları arasında 2.808 ABD finans kuruluşunun yaşadığı iflaslar bahsi geçen

¹⁴³ Ersan Bocutoğlu, “Ana Akım Konjonktür Teorileri ve 2007 Küresel Finansal Krizi”, **International Review of Economics and Management**, Volum 2, Number 2, 2014, s. 34-37, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.18825/irem.42468>, 07.10.2017.

sürecin bir parçası olarak kayıtlara geçmiştir. Ayrıca 1990'larda yaşanan Rusya, Asya ve Meksika krizleri ile uluslararası finans piyasalarının muhtemel küresel riskleri test ettiği ve bedelini oldukça ağır ödediği deneyimler de elde edildi.¹⁴⁴ Hepsinde de sistemin önceden baş gösteren belirtileri görmezden gelerek krizleri bir tür doğal afet olarak ele aldıklarına tanıklık edildi.

Günümüzde genişletici ve daraltıcı para politikaları artık neoliberalizmin piyasadan para çekip, para transfer etmesinin yeni ismi olarak nitelendirilebilir. Sistem böyle bir durumu ekonomik oyuncular üzerinden yaptırabilme ve istediği zaman ekonomik oyuncuların eliyle manipülatif krizler yaratabilme gücüne sahiptir. Kriz eğer manipülatif ise böyle bir kriz için öngörmeme bir kriter niteliğine bürünür. Zira sistem kriz isterse (ki istenilebildiği çok kez test edilmiştir) yani bir krizin gerekli olduğunun düşünüldüğü zamanlarda göz yumulan manipülatif eylemlerin sonuçlarının da öngörülmemesi tercih edilir.

Örneğin döviz ve faiz merkez bankasının bağımsızlık alanı içinde olan iki parametre iken bilinçli bir kriz kurgusu içinde yaratılabilecek çarpan etkisi üzerinden oyuncunun paraya olan talebi de tamamen manipüle edilebilmektedir. Böyle durumlarda faiz ve kur üzerinden yapılacak merkez bankaları müdahaleleri bile oyuncuların ekonomik tepkilerini kontrol etmeye yetmez. Böylesi bir kriz algısı ile istenilen uluslararası piyasalarda, istenilen para stokunun (sermaye değil), istenilen zaman aralığında hareket edebilmesi serbestisini sunarak bir tür arbitraj etkisi tesis edilmiş olur. Bu ise 2008 krizinden sonra kapitalizmin yarattığı bir çelişki olan manipülatif krizlerin bir politika aracı olarak kullanılması durumudur. Böylelikle merkez bankası aktif bir oyuncu olmaktan, gölge bir oyuncu olmaya çekilerek, elindeki faiz ayarlaması gücünü de kullanarak ve piyasa oyuncularının eliyle piyasadan para çekilmesini de sağlayarak manipülatif bir krizin tetiklenmesine göz yumabilme seçeneğini işletmiş olur. Bu sebeple manipülatif bir kriz olarak belirmiş finansal krizlere “Yaratılan Krizler” denilebilir.

¹⁴⁴ Alex J Pollock, “Financial Crises Occur About Once Every Decade”, **Financial Times**, US, March 24, 2015, (Çevrimiçi) <https://www.ft.com/content/5148cd1e-cf01-11e4-893d-00144feab7de>, 06.07.2016.

Öngörülmeven 2008 krizi ile kapitalizmin içinde bulunduğu çelişkideki en büyük paya neoliberal uygulamalar etrafında şekillenmiş kurumsallığın sahip olduğu görölmektedir. Daim geçerli kanunlar ile çalışan bir yapıya sahip olmayan iktisat, fizik biliminden farklı olarak muhtemel koşullar için her seferinde sınanmaya muhtaç teorilerle çalışmaktadır. Aynı anda pek çok sosyal ögenin etkisi altında olan bir bilimi değişmez doğa kanunları ile açıklamaya çalışmak bilimin öngörme yeteneğini de bir çıkmaza itebilir. Bilimsel doğrunun geri plana itilebildiği bir düzlemin inşasına katkı sağlayan yerleşik uygulamalar ile zaman içinde derinleşen bilimsel ve toplumsal kanıksama, maliyeti yüksek sonuçların gelişimine sebep olmaktadır. Bu maliyet de pek çok boyutlarının yanı sıra geleceğin daha verimli ekonomi politikaları tercihinin var olması olasılığının güçsüzleşmesinin karşılığıdır.

1.3.4. Krizlerin Etkisinde Davranışsal Değişim

Krizlerin etkisindeki davranışsal değişimin temel nedenleri ile mevcut iktisadi yapı arasındaki ilişkinin gelişmesinin zemini olarak değişimi açıklayan unsurların başında ekonomik oyuncuların eğilimlerini belirleyen davranışsal tercihler ve tüm bu tercihlerin meydana getirdiği ekonomik ve sosyolojik yönelimler gösterilebilir. Bu bağlamda uluslararası finans piyasalarının paydaşlarının maruz kaldığı baskılar sonucu yapısal değişim gereklilikleri de belirgin hale gelmektedir. 20. yy'ın son çeyreğinden bu yana hız kazanan küresel yatırımcıların değişen yatırım refleksleri, ülkelerin uluslararası yatırımcıları çekmek amacıyla özellikle finans sektöründeki kümelenme eğilimlerinin seyri ve kredi derecelendirme kuruluşları gibi küresel örgütlerin belirlediği kurumsal uygulamalar ile birlikte kamu-şirket ilişkilerinin ve lobicilik faaliyetlerinin de etkisi krizler karşısında şekillenen davranışsal değişimlerin gözlenebildiği alanlardır.*

Ekonomik oyuncuların davranışsal değişimi temelde iktisadi karar alma sürecinin tahlilini kapsamaktadır. İktisadi karar alma sürecinin işleyişinde etkili olan unsurları iktisat teorilerinin yanı sıra psikoloji teorilerini de dikkate alarak açıklayan

* Ancak bu kapsamdaki güncel mevcut analizlerin önemli bir kısmının yalnızca makro ölçekte kalmakta olduğu ve deneysel mikro gözlemlere aynı oranda yer verilmediği görölmektedir.

davranışsal iktisat, belirsizliklerle dolu bir ortamda karar vermenin sürecini incelerken bir yandan da zaman içindeki değişime dikkat çekmektedir.

Finansal krizler genel olarak öncesinde spekülasyon eylemlerin cereyan ettiği krizlerdir.* Kriz öncesi fiyatların arttığını görenler, bir kesimin bundan kar elde ettiğini düşünerek kendileri de bu artışlardan yararlanmak isterler ve böylelikle toplumda spekülasyon bir gelişim gözlenir.¹⁴⁵ Bu bağlamda, 2008 krizi öncesi yaşananlar da aslında yaygın kanaat gereği 1848’de John Mill’in ifade ettiğinden farklı gelişmemiştir. Bu da “bir takım eğilimlerin” aslında insan doğasından geldiği sonucunu akıllara getirmiştir. Fakat yıkıcı sonuçları itibariyle bu durumu böylesi kestirme bir yargıyla kabullenmek toplumsal olduğu kadar bilimsel gelişimin de önünde bir engel olacaktır. Ancak karar alma sürecinin rasyonel saiklerle şekillendiği yaklaşımı da mevcut davranışsal eğilimleri açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Çünkü farklı kaygı düzeyleri ve belirsizliklere verilen farklı tepkiler genellenemeyecek kadar çeşitlidir. Bu sebeple krizlerin davranışsal etkilerinin açıklanmasında yalnızca iktisadi varsayımlarla ilerlenerek yapılan analizler de yetersiz kalabilmektedir.¹⁴⁶

Global iktisadi yapının gelişim süresinde bireylerin hem tüketici hem de yatırımcı olarak sergiledikleri davranışlar ve yönelimler geçmişteki deneyimlerin, alışkanlıkların ve gelecek beklentilerinin bir kombinasyonu olarak şekillenmektedir. Artan yatırım opsiyonları ile hem mal hem de finansal ürün çeşitliği neticesinde

* Öte yandan, 2008 krizi spekülasyonların yanı sıra bir suç unsuru olan manipülasyon örneklerinin de yaşandığı bir kriz olmuştur. Burada Japon Ev Hanımlarının deflasyonist kriz yaratma etkisi bu tip manipülasyon etkilerine gösterilebilecek bir örnektir. Japon ev hanımları olarak nitelendirilen küçük yatırımcılara büyük yatırımcıların para aktarması sonucu, bu küçük yatırımcılar planlı olarak desteklenmiş olmaktadır. Ellerindeki Yen’i satarak (ki bu Yen’i çoğu kez Japonya’daki düşük faiz avantajından kredi yolu ile temin edebilmekte) getirisi daha yüksek olan yurtdışı pazarlardan yabancı para ile farklı finansal ürünlere yönelen yatırımcılar, gidecekleri yeni pazarın öncelikle iktisadi ve siyasal istikrarına ve sunulan faiz oranlarına yoğunlaşmaktadırlar. Bu saikle yaptıkları yatırımlar kendi ülkelerindeki yerel paranın döviz karşısında değerinin düşmesine (Yen için bu teşvik edilen bir durumdur) hizmet ederken, yatırım için gidilen ülkedeki sıcak para trafiğine de katkı sağlamaktadır. Japon Ev Hanımları, Japonya’daki finans piyasalarından elde edebilecekleri kazançları düşük bulan yatırımcıların finansal kazancının Japonya’dakinden yüksek olacağı yurtdışı piyasalara yönelmesini temsil etmektedir.

¹⁴⁵ John S. Mill, **Principles of Political Economy**, 1885, The Project Gutenberg E-Book 30107, Release Date September 27, 2009, s. 350-351, (Çevrimiçi) <https://www.gutenberg.org/files/30107/30107-pdf.pdf> , 12.03.2019.

¹⁴⁶ Yıldız Zeliha Hatipoğlu, “Davranışsal İktisat: Bilişsel Psikoloji İle Krizi Anlamak”, **Üçüncü Uluslararası Ekonomi Konferansı**, İzmir, Türkiye Ekonomik Kurumu, 1-3 Kasım 2012, (Çevrimiçi) <http://teacongress.org/papers2012/HATIPOGLU.pdf>, 10.03.2019.

umulan kazancın karşısında sahip olunan yeni riskler ekonomik oyuncuları yeni davranışlar geliştirmeye sevk etmektedir. 1970’lerden itibaren hızla çeşitlenen ve artan sınır ötesi finansal hareketlilikler 90’lara gelindiğinde ekonomik oyuncuların üretimin kendisinden ziyade ürünün fikri mülkiyetine sahip olmanın yani patent yatırımlarının ve finansal olarak ise paranın stok değerinden ve alım gücünden çok dolaşım hızının öneminin artmasını tetikledi. Bu aşamada neoliberal tüketici davranışları hızla tasarruftan koparken yeni fon yöntemleri bulmaya yönelmenin yollarını aramak üzere şekillendi. İlerleyen yıllarda artan finansal krizlerin temelinde bu şekillenme sonucu artan borçlanmanın ve kredi yüklerinin hızla yükselmesi gösterilmeye başlandı.

Küresel iktisadi sistem üzerinde tesir gücü yüksek uluslararası kuruluşların ülkelere verdikleri tavsiyeler ve direktifler de davranış kalıplarını etkileyen faktörler arasında yer almaktadır. Küresel ekonomik örgütler planlı bir gelecek tasarımıyla her seviyeden ekonomik aktörün olası davranış kalıplarının şekillenmesine yönelik geliştirilmiş teşvik ve yaptırımlara dair çalışmalar sunarlar. Çalışmalar bir bütünün parçası olarak merhaleler halinde, zamana yayılarak çıkarıldığı için geleceğe yönelik atılacak adımlarla ilgili ipuçları da barındırır. Bu doğrultuda G8, G20, Dünya Ekonomik Forumu, Birleşmiş Milletler, IMF ve Dünya Bankası ile bunlara bağlı olan alt gruplar başta olmak üzere, küresel gruplar ve kurumlar da ekonomik oyuncuların davranışlarının şekillenmesinde etkili olan faktörlerdendir.

Bu faktörlerden örneğin G20 Maliye Bakanları’nın teşvikiyle Mayıs 2017’de uluslararası finans kurumlarının yönetimini gözden geçirmek ve bu kurumların etkinliklerini ve istikrarını incelemek amacıyla kurulan “Küresel Finansal Yönetişimde Seçkin İnsanlar Grubu” (Eminent Persons Group (EPG) on Global Financial Governance) da bahsi geçen küresel etki alanına sahip gruplardan biridir. Bu grup küresel çapta sürdürülebilir büyümeyi hedeflerken, küresel finans sisteminin de herkesin yararına hizmet edecek bir yapıya kavuşmasını önerir. Küresel düzeyde tesis edilebilmiş bir ekonomik istikrarın önemine dikkat çekilen grup raporunda insan sermayesine, yatırım ortamının iyileştirilmek suretiyle daha etkin bir forma erişirilmesine ve yönetsel yeteneklerin artırılmasına dikkat çekilmektedir. Hedeflerden ziyade yöntemlerine dikkat edilmesi gerektiği

üzerinden raporun sunduğu hedeflere yönelik geliştirdiği yöntemlere bakıldığında ise uluslararası yatırımların düzenlenmesinde çalışacak bölgesel unsurların geliştirilmesine vurgu yapıldığı görülmektedir.¹⁴⁷ Küreselleşmenin ileri safhasının uygulanma sistemiğini de yansıtan bu ve benzeri yöntemler, gelecek yatırım kararlarını doğrudan etkileyerek, geleceğin küresel iktisadi yapısının şekillenmesinde rol almaktadır.

Davranışsal değişimi tetikleyen unsurlardan bir diğeri ise ekonomik krizler esnasında devletin piyasalardaki konumudur. Geçmişte yaşanan krizlerin yönetilmesinde kamunun üstlendiği rolden daha çok, küreselleşme sonrası gelişen krizlerdeki kamu müdahaleleri günümüz davranışsal değişimini daha tutarlı açıklayabilmektedir. Bu bağlamda finansal liberalleşme ve mali piyasaların serbestleştiği 1980'lerin başında gelişmekte olan ekonomilerin yanı sıra gelişmiş olanların da mali piyasalardaki serbestleşmenin yönetilememesinden etkilendiği gözlenmektedir. Örneğin, İskandinav ülkeleri 1980'lerin sonuna gelindiğinde ciddi boyutlara varan finansal kırılganlıklara maruz kalmışlardır. Finlandiya, İsveç ve Norveç'te de banka kredilerini hızla artıran kredi patlaması ve takip eden yıllarda düşen emlak fiyatları ile zarara uğrayan kredi portföylerinde büyük bir artış yaşandı.¹⁴⁸ Bankacılık sektörünün yönetiminde ve düzenleyici kurumların kontrolünde gelişen zafiyetler ile bir tür uzmanlık eksikliği durumu gelişti.¹⁴⁹ Burada tıpkı 2008 krizinde olduğu gibi bir durum yaşandı ve devlet, bankaları mükelleflerin vergileri ile kurtardı.¹⁵⁰ Geçmişteki deneyimlere rağmen 2008 krizinde de İskandinav

¹⁴⁷ Making The Global Financial System Work for All, Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance, October 2018,

<https://www.globalfinancialgovernance.org/assets/pdf/G20EPG-Full%20Report.pdf>

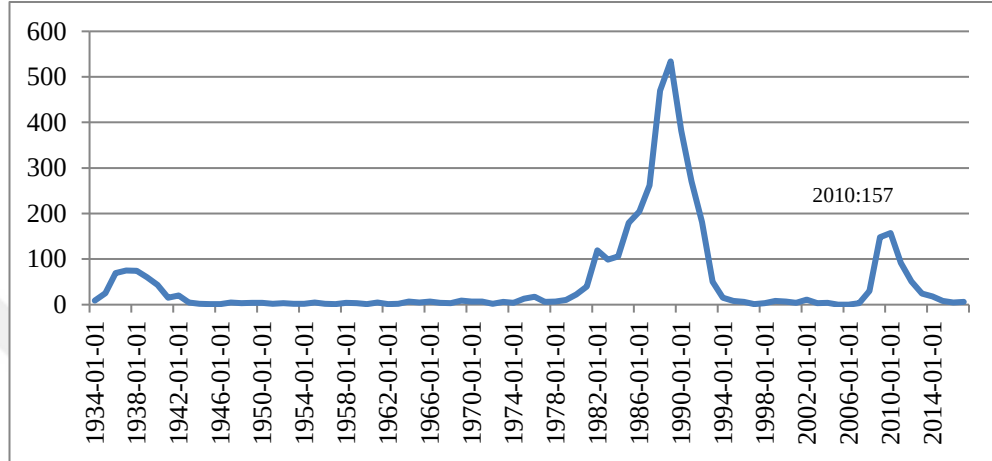
¹⁴⁸ Mishkin, **Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective**, p. 14.

¹⁴⁹ "The Nordic Banking Crisis from an International Perspective", Speech By Stefan Ingves, IMF, Monetary and Exchange Affairs Department, Oslo, September 11, 2002, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp091102>, 18.10.2018.

¹⁵⁰ Peter Englund, "The Swedish 1990s banking crisis A Revisit in The Light of Recent Experience", **Riksbank Macroprudential Conference**, Stockholm 23-24 June, 2015, p.46-47, (Çevrimiçi) <http://archive.riksbank.se/Documents/Avdelningar/AFS/2015/Session%201%20-%20Englund.pdf>, 18.11.2018.

ülkelerindeki benzer kurtarma girişimleri başta ABD’de olmak üzere* krizi iflas ile karşılayan ekonomilerde hızla gelişmeye başladı.¹⁵¹

Grafik 1.12.: ABD’de Destek Verilen Finansal Kurumların Sayısı



Kaynak: Federal Reserve Economic Data.

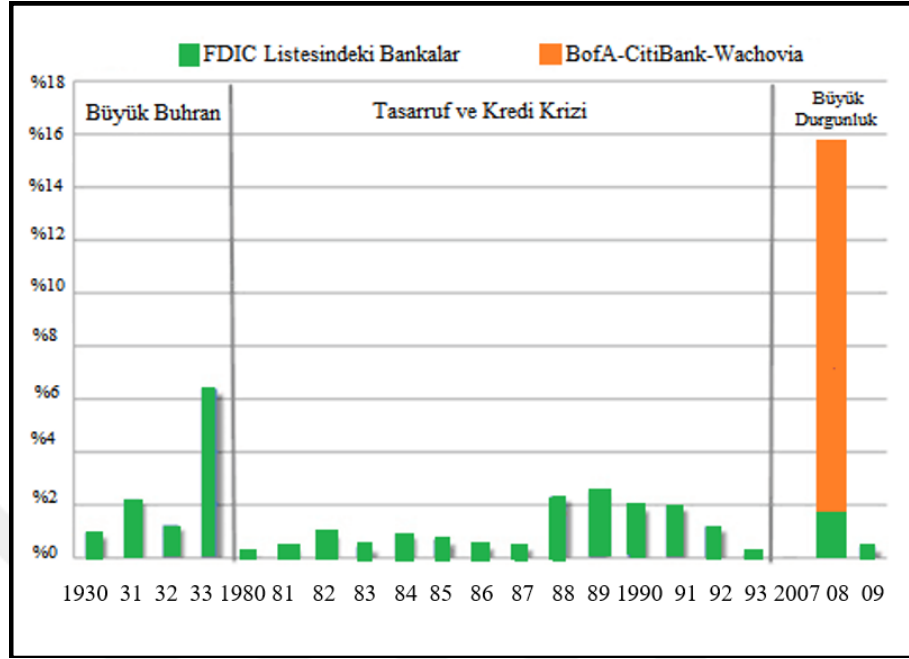
ABD ve İngiltere borsalarının değerlerinde yaşanan düşüşler ve banka kurtarma operasyonlarının kamuya yansıyan cephesiyle GSYH’larına oranı özelinde, ABD bankalarının borsa değeri kaybı 676.1 milyar dolar ile ABD GSYH’nın % 6.8’i iken, İngiltere bankalarının 211.4 milyar dolar ile İngiltere GSYH’nın %19.8’i kadar gerçekleşmiştir.¹⁵² Kurtarma operasyonları ve mali teşvik paketleri ile şekillenen tüm bu gelişmeler de krizlerin ekonomik aktörlerin tüm iktisadi karar alan mekanizmalarını derinden etkiyecek sonuçların gelişmesine öncülük etmiş oldu.

* 2007 yılı başında ipotek şikâyetlerinin ve akabinde subprime mortgage lehtarları arasında iflas sayılarının artmaya başlaması ile Fed, dünyanın önde gelen merkez bankaları ile birlikte sorunun likiditeye dönüştürüldüğünü ve 2007 yazının başlarında dünya finansal piyasalarına likidite enjekte etmeye başladığını duyurdu. Subprime mortgage piyasası ile sınırlı olmayan büyük bir mali krizin yaşandığının delili 16 Mart 2008’de, en büyük yatırım bankalarından Bear Stearns’in çöküşü sonucu Fed’in de desteğiyle kurumun JP Morgan Chase tarafından satın alınması ile gerçekleşti. 11 Temmuz 2008’de IndyMac Bank batmasına izin verilmeyerek, FDIC tarafından devralındı. Ardından Bank of America tarafından satın alınan Merrill Lynch’in yanı sıra Fannie Mae, Freddie Mac ve sigorta devi AIG’nin kurtarılması ve Lehman Brothers’ın çöküşü ile ilerleyen sürecin maliyeti yalnızca ABD ekonomisi için değil küresel sistemin tüm paydaşları için kaçınılmaz etkiler doğurdu.

¹⁵¹ Mauro F. Guillén, “The Global Economic & Financial Crisis: A Timeline, Lauder Institute”, **The Lauder Institute**, University of Pennsylvania, (Çevrimiçi) https://lauder.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2015/06/Chronology_Economic_Financial_Crisis.pdf, 01.11.2017.

¹⁵² Sue Konzelmann, Marc Fovargue-Davies, “Banking Systems in the Crisis: The Faces of Liberal Capitalism”, **Cambridge Keynes Seminar Robinson College**, 29 January 2013, (Çevrimiçi) <http://www.robinson.cam.ac.uk/postkeynesian/downloads/Konzelmann/SK290113.pdf>, 01.11.2017.

Grafik 1.13.: ABD’de Batan Bankalardaki Mevduatların GSYH’ya Oranı



Kaynak: FDIC¹⁵³ ve FRED¹⁵⁴

Hükümetlerin kurtarma operasyonları üzerinden krizlere verdikleri tepkiyi değerlendiren ve olası risklerin altını çizen para otoriteleri de krizler karşısında davranışsal etkilerin şekillenmesinde bir başka sorumlu alanı teşkil etmektedirler. Örneğin 2014 yılında İngiltere Merkez Bankası Başkanı ve aynı zamanda küresel bir izleme kuruluşu olan Finansal İstikrar Kurulu’nun başkanı olan Mark Carney 2008 sonrası İngiltere özelinde kurtarılan bankalar ve mevcut finansal sistemin ihtiyaç duyduğu yapısal yeniliklerle ilgili bir açıklamada bulundu. Bankalar ve hissedarları ile bankaların alacaklıları işler yolunda gittiğinde fayda sağlarken, işler yolundan çıktığında ise bu yükü İngiliz halkının üstlendiğini belirtti. Ek olarak, bu duruma bir son verilmesi gerektiğini ve finans sektöründe işler raydan çıktığında halkın vergileri ile bankaları kurtarmak yerine, bankalara kredi sağlayan alacaklılar ile bankaların hissedarlarının ilgili bankalardan sorumlu olmaları gerektiğini de vurguladı. Kısaca, Carney bankaların hatalarının mudilerce değil bankanın kendi kaynaklarınca ve

¹⁵³ Federal Deposit Insurance Corporation, (Çevrimiçi)

<https://www.fdic.gov/about/history/timeline/1930s.html>,

<https://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>, 01.11.2017

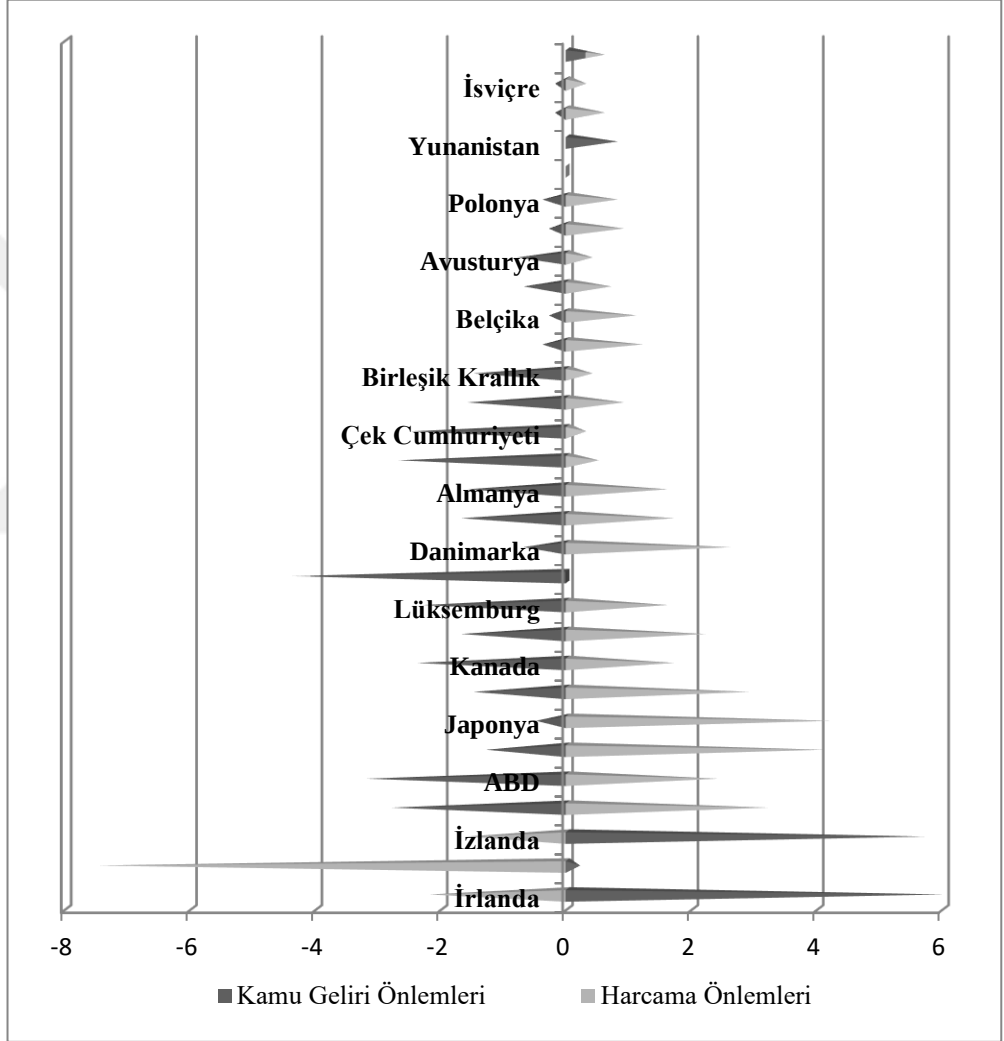
¹⁵⁴ Federal Reserve Bank of St. Louis, (Çevrimiçi)

<https://fred.stlouisfed.org/categories>, 01.11.2017, (Aktaran: Johan A. Lybeck, **A Global History of the Financial Crash of 2007–10**, Cambridge, Cambridge University Press, 2011, p.xii)

bankalara kaynak sağlamış paydaşlarca üstlenilmesini savunarak, bu mülakatında mevcut sisteminin vergi mükellefleri için kriz sonrası tümüyle adaletsiz bir yapı sergilediğinin de altını çizmiştir.¹⁵⁵

Grafik 1.14.: OECD Ülkeleri Mali Teşvik Paketlerinin Bileşenleri

(2008-2010 arası ve GSYH'nın yüzdesi olarak)



Kaynak: OECD¹⁵⁶ Economic Outlook, Vol. 85, 2009,p.62

Bankaların kullandıkları ve muhtemel bir kriz anında da batma riski taşıyan varlıklar, müşterilerinin varlıklarıdır. Batan müşteriler kaybettikleri servetleri ile aynı

¹⁵⁵ “Too Big to Fail’ Bank Rules Unveiled by Global Regulators”, BBC, 10 Kasım 2014, <http://www.bbc.com/news/business-29982181>, 18.10.2019.

¹⁵⁶ OECD Economic Outlook, Vol. 85, 2009, p.62.

zamanda ödeyecekleri vergileri de icra edemeyecekleri için, yaşanan kriz daha da büyür. Geliri ve birikimi azalan birey krizin faturasını bir de üzerindeki artan vergi yükü ile üstlenmektedir. Dolayısıyla krizin maliyeti toplanan vergilerle kurtarılan finans kuruluşlarına aktarılırken, bu durum devletin farklı hizmetlerden feragati ya da gelecekteki bir maliyeti bugünden bireye yüklemesi anlamına gelmektedir. Bu da ekonomik aktörlerin kararlarını olumsuz yönde etkileyen bir diğer faktördür.

Tablo 1.5.: Mali Paketlerin Mutlak Büyüklüğü (2008-2010)*

Ülke	Milyar Dolar	Ülke	Milyar Dolar
ABD	804.070	Danimarka	8.668
Almanya	107.789	Finlandiya	8.575
Japonya	99.992	Belçika	8.016
Kanada	61.551	Çek Cumhuriyeti	6.500
İspanya	56.754	Yeni Zelanda	5.404
Avustralya	45.673	Polonya	5.145
Kore	42.667	Avusturya	4.600
Birleşik Krallık	38.003	İsviçre	2.486
Fransa	18.568	Lüksemburg	1.968
Hollanda	13.367	Portekiz	1.963
İsveç	13.109	Slovak Cumhuriyeti	35

Kaynak: OECD, 2009¹⁵⁷

Tüm bu deneyimler krizin ekonomide durgunluğa sebep olduğu zamanlarda bireylerin tüketim ve yatırım eğilimlerini de etkiledi. Örneğin 2008 krizi başta ABD olmak üzere krizin etkili olduğu ekonomilerde durgunluğa ve harcama eğiliminde düşüşe sebep oldu.¹⁵⁸ Çünkü tüketicilerin motivasyonlarının ve geleceğe dair beklentilerinin mevcut harcamalarını etkileme sürecinde, bireylerin geleceğe yönelik beklentileri ve öngörülleri ile ekonominin geleceği konusundaki pozitif ya da negatif yönlü güven duygusu etkilidir. 2008 krizinde de kişisel tüketim kararlarıyla başlayan değişim sürecinde bireyler geleceğe yönelik duydukları endişeler sebebiyle (sistemin tüm tüketim teşviklerine rağmen) davranışlarının güçlü bir şekilde etkilendiği bir satın

* Bkz. Ekler:” Mali Paketlerin Büyüklüğü ve Zamanı” ve “Mali Paketlerin Bileşimi” Tabloları.

¹⁵⁷ “Policy Responses to the Economic Crisis: Investing in Innovation for Long-Term Growth”, OECD, June 2009, (Çevrimiçi) <https://www.oecd.org/sti/42983414.pdf>, 22.04.2019.

¹⁵⁸ Edoardo Lozza, et. al., “Consumer Sentiment After The Global Financial Crisis”, *International Journal of Market Research*, Vol.58, Issue 5, 2015, p.681.

alma korkusu içine girdiler ki bilişsel açıdan bu tutum kriz dönemlerinde belirsizliklere karşı geliştirilmiş normal bir davranış modeli olarak kabul edilmektedir.

Finansal sermayesinin kazanç elde etmesinin temelinde yüksek beklenti ile anormal risk, spekülasyon ve kısa vadeli-hızlı harekete geçebilme becerisine sahip bir sistemin özellikleri yer almaktadır.¹⁵⁹ Bu yapıya karşılık bireyin tutumu ise değişkendir. Örneğin 2008 krizi harcamalar üzerinden tüketici davranışlarında belirleyici olmuştur. Tüketicilerin geleceğe yönelik korkularının davranışlarını güçlü bir şekilde etkilediği, bu korkunun üstesinden gelmenin zor olduğu, krizin insanlardaki sadelik arzusunu artırdığı ve tüketicileri inanç ve tutumlarını sorgulamaya zorladığı gözlenmiştir. Krizler tüm taraflarıyla ekonomik aktörleri etkisi altına alır ve tahribat gücüne göre şekillenmiş olarak “alınan dersi takip etme süreleri” belirlenir. Ancak bireylerin ekonomik kararlarındaki uyarıların etki gücü kararlarının kısa sürede değişmesine sebep olabilir. Dolayısıyla kriz dönemlerini takip eden yakın zamana kadar korudukları davranış modelleri yeni bir refah döneminde aynı rasyonalite düzeyinde seyretmeyebilir.¹⁶⁰ Ayrıca, krizi deneyimleyenlerle kriz sonrası yeni gelen oyuncular aynı kişiler/kurumlar olmayabilir. Deneyimin tutulduğu kurumsal bir hafıza oluşmamaktadır. Tam da bu yüzden sistemin kendi otokontrol mekanizmasını geliştirmesi gerekmektedir.

Ekonomideki kırılganlıkların önüne geçilmesinde başarısız olup bireylerin eğilimlerini bir süre için de olsa etkileyen düzenleyici kurumların, işlerini düzgün yapmamalarının nedenlerinden biri de vergi mükellefleri ve politikacılar ile olan ilişkileridir. Bu ilişki ağında oluşan ahlaki tehlike sorunu bir asil-vekil sorunun gelişmesi ile tetiklenir ve vergi mükellefi birey bu süreçte asimetrik bilgi ile karşılaşma riskine sahiptir.¹⁶¹ Bu durumda birey pek çok açıdan etki altındadır.

- i. Düzenlemeler tüketicinin davranışını etkiler. Vergilerden kaçma eğilimi gelişebilir ve birey düzenlemeleri by-pass etmeye çalışabilir.

¹⁵⁹ Erinç Yeldan, “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007-2008 Krizi”, **Çalışma ve Toplum**, 2009/1, s. 27, (Çevrimiçi) <https://calismatoplum.org/calisma-toplum-arsivi/1071>, 21.03.2019.

¹⁶⁰ Helen E Perriman, Rooma Roshnee Ramsaran-Fowdar, Priya Baguant, “The Impact of The Global Financial Crisis On Consumer Behaviour”, p.14, 20 May 2015, (Çevrimiçi) <https://www.researchgate.net/publication/265564940>, 18.11.2018.

¹⁶¹ Mishkin, **Understanding Financial Crises**, p. 15.

- ii. Düzenlemeci vekilden gelen bilgi birey için asimetrik bilgi tehdidi içerebilir.
- iii. Düzenlemeci vekilin siyaset karşısındaki durumu ahlaki tehlikeye sebebiyet verebilir.

Sadece kriz dönemlerinde değil, genel olarak finansal kurumların ahlaki tehlike ve asimetrik bilgi oluşumuna karşı toplumsal yükümlülük almaları gerekmektedir. Zira, bürokrasinin bireyin karar alma sürecine yönelik yarattığı risk bireyi sadece yanlış karar alma durumuna maruz bırakmayıp aynı zamanda sistemin tümüyle dışında kalma seçeneğine de yönlendirebilmektedir. Tam da bu sebepten ekonomik süreci ekseriyetle düzenleyici kurumlara terk etmek her zaman tek başına çok da etkili bir yöntem olmayabilir. Borçlanma ve diğer finansal yönelimlerde asimetrik bilginin azaltılmasında bankaların ve diğer finansal aracılık yapan kurumların sağlayacağı hizmet ve bunun kurumsal bir zeminde bir tür zaruri sorumluluk olarak yerleşmiş olması muhtemel riskleri azaltabilir. Bu da bireylerin tüketim ve yatırım tercihlerinde kullanabilecekleri bir fırsata sahip olmaları anlamına gelmektedir. Yalnızca finans sektörü özelinde değil kamunun taraf olduğu tüm ekonomik aktivitelerde¹⁶² bürokrasi üzerinden siyasilerce yaratılan asimetrik bilgi* ve dışlama etkisi söz konusu olabilmektedir.

Diğer bir yandan bireyde olduğu kadar firmalar boyutunda da asimetrik bilgi oluşumu ve ahlaki tehlike riski davranışsal değişimi doğrudan etkilemektedir. Hissedarları ya da kurucuları tarafından değil, lobilere entegre yönetici gruplar ve dayatılmış CIO'larca yönetilen çok uluslu firmaların kamu kurumlarıyla içinde bulundukları ilişki ağı da birey üzerinde bir baskı unsuru oluşturarak piyasalara olan

¹⁶² Robert Steinbrook, "Lobbying, Campaign Contributions, and Health Care Reform", **New England Journal of Medicine**, 18.11.2009, (Çevrimiçi) <http://www.nejm.org/doi/full/10.1056/NEJMp0910879#t=article>, 06.11.2017.

* ABD sermayedarlarının, siyasilerin iktidarlarını garanti altına almalarını sağlayan hükümete yönelik fon transferleri buna gösterilebilecek örneklerdendir. ABD sağlık reformu çalışmaları kapsamında sağlık sektöründe faaliyet gösteren firmalar yüzlerce milyon dolar harcama karşılığı hukuki düzenlemeleri etki altında bırakabilmişlerdir. 2009 yılı itibarıyla sağlık endüstrisi ve ilgili kuruluşları lobicilik, reklam ve kongre üyelerine doğrudan yapılan siyasi destek katkıları için maliyeti 396,2 milyon doları bulan harcamalar gerçekleşmiştir. (A.e.) Bu kapsamdaki en büyük siyasi destek ise 1,5 milyon dolara yakın bir meblağın o dönemin yeni sağlık yasasını hazırlayan senato komitesi başkanına gittiği iddiaları ile gündeme gelmiştir. (Bkz: Chris McGreal, "Revealed: Millions Spent by Lobby Firms Fighting Obama Health Reforms", **The Guardian**, 01.10.2009, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/world/2009/oct/01/lobbyists-millions-obama-healthcare-reform>, 01.10.2017.)

güveninin sarsılmasına ve bireyin özellikle tasarruflarını ekonomiden uzaklaştırmaya meyledebilmesine sebep olmaktadır.

Aşağıdaki tabloda benzer kırılmalıklara sahip olan gelişmekte olan ekonomiler ile Çin ve Orta-Yüksek Gelir Grubu ülkelerin mukayeseli tasarruf/milli gelir oranı, yatırımlara yönelecek kaynağın davranışsal seyri ve sonuçları üzerindeki ilk çıktıları yansıtmaktadır.

Tablo 1.6.: Seçili Ülkeler ve Ülke Grupları Tasarruf/GSYH Oranları

(%)

Ülke	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Arjantin	13,71	21,42	22,23	21,13	18,32	17,33	17,33	16,21	15,19	15,91	14,31	14,09	13,48
Brezilya	18,11	18,41	19,35	19,23	16,38	17,96	18,57	18,05	18,34	16,02	14,25	13,88	14,80
Çin	46,18	48,55	50,86	52,28	50,97	52,06	50,14	49,64	48,64	49,16	46,93	45,80	47,01
Endonezya	24,34	25,78	25,18	28,45	29,06	32,73	33,22	31,99	31,12	30,67	30,12	29,95	30,87
Hindistan	34,21	35,49	36,56	36,03	35,12	35,76	35,13	35,26	34,30	33,47	32,73	31,40	30,73
Şili	23,34	25,38	25,22	22,73	22,89	24,53	23,05	22,47	21,51	21,52	21,39	20,84	20,51
Türkiye	22,85	23,96	23,24	23,97	21,41	21,32	22,47	22,81	23,19	24,43	24,80	24,47	25,47
Yunanistan	15,55	15,36	12,74	10,11	5,93	5,58	4,87	8,52	9,67	10,02	10,03	10,08	10,35
AB	21,85	22,57	23,23	21,95	19,65	20,43	21,16	20,68	20,76	21,19	21,76	22,01	22,80
OYGG*	33,96	35,57	36,49	37,13	33,94	35,64	35,45	34,59	33,29	33,08	32,45	31,74	32,91

* OYGG - Orta-Yüksek Gelir Grubu

Kaynak: Dünya Bankası

Öte yandan kriz dönemlerinde giderek yaygınlaşan kârın faizin rakibi olması inancı karar mercilerini yanıltan ve piyasalar da asimetrik bilgin oluşmasına kaynaklık eden bir diğer husustur. Kâr ve kâr beklentisi birbirinden farklı kavramlar olması hasebiyle birbirinden bağımsız değerlendirilmesi gerekmektedir. Paraya yüklenen anlam ve dolayısıyla paranın sebep olduğu kısa vadeli etkiler başta olmak üzere kâr beklentisi kavramı ilgili tüm tarafların uzun vadeli kararlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Özetle, kolay ve ucuz bulunan nakit ve küresel eğilimlerin etkisindeki birey hiç de rasyonel olmayan bir kolay borçlanma cesaretine

kapılmaktadır. Bireyin belirsizlik ve güvensizlikle dolu bir iktisadi ortamda ve hızla çeşitlenen finansal imkânlar içinde günü kurtarma, kısa yoldan varlık sahibi olma gibi pek çok saikle şekillenen davranışları, bireyi her geçen gün maddi olarak bir önceki kuşaktan daha fazla biriktiren ve çalıştıran değil daha fazla kaybeden bir konuma sürüklenme riskine maruz bırakmaktadır.

Krizlerin geliştirilen kavramsal yaklaşımlar üzerindeki etkisi iktisadın fen bilimine olan yakınlığı üzerinden şekillenmektedir. Ana akım iktisat için de ölçülebilir olması açısında sismoloji gibi tam kestirilemeyen bir bilim dalı olan iktisadın bilgisayar teknolojileri ilerledikçe daha gerçekçi modellemelerin elde edilebilmesi ile bir yere kadar daha öngörülebilir bir bilim olması beklenmektedir. Makro iktisadın homojen olmayan ajanlar ile istatistiksel dinamiklik, çoklu denge/dengesizlik ve içsel öğrenme faktörleri ile şekillenmesi bu beklentinin içinde yer almaktadır. Özellikle “*evrimci iktisat, bilgisayar bilimi ve bilişsel bilim*” üzerine şekillenen *ajan temelli hesaplanabilir iktisat** üzerine bina edilmektedir.¹⁶³ Bu da iktisadi aktörlerin davranışlarının şekillenmesinde etkili olan bir diğer alanı işaret etmektedir. Dolayısıyla ana akım iktisadın kriz deneyimi ile karar birimlerinin rasyonelliğini etkileyen ve onlara yön vermede etkili olan davranışsal unsurların (öngörüü etkileyen, belirsizlik doğuran unsurlar ile güven ve özveri gibi kavramların dahil edilebileceği ajan davranışlarının) daha fazla dikkate alınması yönünde bir beklentinin de geliştiği gözlenmektedir.

1.3.5. Krizlerin Etkisinde Toplumsal Davranış Değişikliği ve Kapitalizm İlişkisi

Toplumsal bir alt yapı ögesi olarak, iktisadi sistemler uzun vadede de tıpkı sosyolojik unsurlar gibidirler ve kriz dönemlerinde olduğu gibi, sadece sistemin açmaza girdiği zamanlarda alınan ani önlem dizileri ile şekillenmezler. Krizler iktisadi

* Ajan temelli hesaplanabilir iktisat=ACE, Agent-Based Computational Economics. Ajan ile kastedilen yazılımsal olarak inşa edilmiş araçlardır.

¹⁶³ Ercan Eren, “Küresel Bunalım, İktisat Eğitimi ve Yeni İktisat”, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni 2012/103, Kasım 2012, s. 2-9, (Çevrimiçi) <http://www.tek.org.tr/dosyalar/bunalim6.pdf>, 02.06.2017.

sistemin şekillenmesinde etkili olan bir faktör olarak, sistemin değişimini tetikleyen faktörler bütününe sadece parçalarından biridir. Bu minvalde asıl odak noktasını kaçırmadan, iktisadi bir sistemin tartışma konusu edildiği teorilerde disiplinler arası geçişleri fark etmek ve hesaba katmanın bir alternatif değil, gereklilik olduğu görülmektedir. Yeni yatırımcının davranışlarına sadece kar güdüsü değil düzenleyici kurumların tutumları, küresel refleksler, sermaye serbestisinin düzeyi, iş gücü, hane halkının beklentileri, kamu harcamaları, vergiler ile demokrasi beklentileri gibi aynı zamanda toplumsal da olan geniş çaplı bir tür ihtiyaçlar dizisi şekil vermektedir. Buradan hareketle krizlerin tesiri altındaki küresel iktisadi yapının kurgusunun ve işlerliğinin izahının psikoloji, sosyoloji, nöroloji, hukuk ve siyaset bilimi başta olmak üzere disiplinler arası, çok yönlü bir analiz yöntemi ile ele alınması gerekmektedir.

İktisadi aktörlerin davranışları, ölçülemeyen veya ölçülmesi güç olan risk faktörlerine kaynaklık eden iktisadi belirsizliklerin bir uzantısı olarak gösterilirken, kurgulanan sistemin de bu riskleri tetikleyen pek çok yönünün olduğu görülmektedir. Dolayısıyla ekonomik sistemin gelişiminin bir unsuru olan davranışsal değişim, insan doğasından sisteme etki eden unsurların varlığı ile olduğu kadar, sistemin insan doğasına etkileri doğrultusunda, çift yönlü bir etkileşimle şekillenmektedir.

Ekonomik aktörlerin geçtiğimiz yüzyıldan farklı olarak kazanca ve yatırıma yükledikleri anlam tıpkı iktisadi liberalleşmesinin ilk dönemlerinde yaşandığı gibi hız, özgürleşme ve zenginleşme saikleri ile hareket ettiği düşünülebilir. Ancak teknolojinin olanakları ile eşanlı olarak kolay ulaşılabilen kaynaklar beraberinde değere atfedilen önemi de değiştirmektedir. Üretim eksenli kazanç yerine patentin değeri üretmenin önüne geçerken, finansal kazançta ise paranın dolaşım hızının, alım gücüne tercih edildiği bir küresel ekonomik yapıyı şekillenmektedir. Bu bağlamda, örneğin geçtiğimiz yüzyılın popüler oluşumlarından AB gümrük muafiyeti yerini Asya ortaklıklarına bırakmaktadır. Çin-Rusya-İran ekonomik yakınlaşmalarının ve Asya üretim modeline dönüş tercihliilerindeki artışın yanı sıra bölge ekonomisi kuramının da yerini *(uluslararası yatırımlar açısından bölgesel unsurların geliştirilmesine olanak verecek şekilde)* işletme bazlı ulusal kümelenmelere bıraktığı gözlenmektedir. Öte yandan bireye zaman içinde değişen bir “kurumsal yurttaşlık kimliğini” de

zorlayan bu süreç, devletin yurttaşlık üzerindeki değişen rolü ile şekillenmekte ve küreselleşmenin vatandaşlık hakları üzerindeki etkileri toplumsal değişimlerle sonuçlanmaktadır. Bu bağlamda şirketlerin etki alanı genişlerken vatandaşların vatandaşlık haklarının yerine kurumsal vatandaş olma normlarının gelmesini işaret eden bu değişimde, ekonomideki kümelenme modellerinin rolü karşımıza çıkmaktadır.¹⁶⁴ Bir diğer yandan ise çok uluslu şirketlerin ülke yönetimlerindeki söz hakları arttıkça ve demokrasinin uygulanma derecesi değiştikçe vatandaşlık haklarının da aynı düzlemde değişime uğraması öngörülebilir bir durumdur.¹⁶⁵ Vatandaşlık hakları değiştikçe tüketime, tasarrufa ve yatırıma dair bireysel tercihlerin değişmesi de kaçınılmaz hale gelmektedir.

Bu bağlamda, kümelenme modelleri ile gelişen sürecin 20. yy'ın sonlarında hız kazanan aşamasının şekillenmesinde 1996 yılında yapılan bir anketin sonucu ile toplumsal davranışın gelişimine dair veriler içermektedir. Finansal bir merkezin olabilecek en uygun şekilde tasarlanmasında farklı aktörlerin seçiminde belirleyici olan en önemli kriterler önceliklendirilmeye çalışıldığı bu ankette ticari bankaların, merkez bankalarının, hükümetlerin, borsa ve finansal danışmanlarının, akademisyenlerin, finans gazetecilerinin ve diğer araştırmacıların görüşleri alınmıştır. Sonuçta ise ankete katılan karar mercilerinin tercihlerinin “mevcut sermaye, insan kaynakları, dil, altyapı, işletme maliyetleri, ev sahibi ülkenin ekonomik büyümesi, döviz gücü, bankacılık sektörü, merkez bankasının bağımsızlığı, bilginin dolaşımı, çeşitlilik ve pazar büyüklüğü, finansal ürünlerin çeşitliliği, işlem hacmi, mali düzenlemeler ve siyasi istikrar” konuları ekseninde şekillendiği görülmüştür.¹⁶⁶

Krizlerin ana akım iktisat başta olmak üzere iktisat okullarınca tanımlanma biçimleri de toplumların kriz yaklaşımlarını ve bu nispette krizlere rağmen verecekleri iktisadi kararlarını şekillendirmektedir. “*Kriz maddi ve kültürel varlıkların büyük*

¹⁶⁴ Marc T. Jones, Matthew Haigh, “The Transnational Corporation and New Corporate Citizenship Theory, A Critical Analysis”, **The Journal of Corporate Citizenship**, No. 27, Autumn 2007, Greenleaf Publishing, p.51-69, (Çevrimiçi) <https://www.jstor.org/stable/jcorpciti.issue-27>, 05.01.2018

¹⁶⁵ Peter Fleming, Marc T. Jones, **The End of Corporate Social Responsibility: Crisis and Critique**, London, Sage, 2013, p.44-45.

¹⁶⁶ Kirsten Bindemann, **The Future of European Financial Centres**, London, Routledge International Studies in Money and Banking, Routledge, 1999, p.142.

ölçekli bir mülksüzleştirme aşamasıdır” der David Harvey. Aynı zamanda krizler hem sınıf içinde hem de sınıflar arasında servetin bölüşümünü de değiştirir ve böylelikle yeniden bir bölüşüme sebep olurlar. Böylelikle krizler yoluyla sermaye fazlasının “birikimin yenilenmesi açısından” kendine kârlı yeni bir alan bulmasına da olanak doğmuş olur. Bu sebeple, “*irrasyonel kapitalizmin rasyonelleştirilmesi*” amacıyla krizlerin kullanılabilceği ve bu süreçte (küresel örgütlerin de desteği ile) devletin de kemer sıkma politikalarında kullandığı faiz oranı ve kredi sistemi gibi araçlarla kapitalizme yeni yaşam alanları oluşturulduğu düşünülmektedir.

Ana akım iktisat cephesinde, bu karşıt görüşlerin henüz somut bulgularla desteklenemediği kanaati hâkimiyetini sürdürmektedir. Dolayısıyla yeni fon modelleri ile zamanla yeniden şekillenen toplumsal tüketim-tasarruf eğilimlerini kompanse edecek alternatif yolların aranması sürdürülmektedir. Böylelikle, kapitalizmin ihtiyaç duyduğu taze kan ile dünyanın bir yerinde değerini yitirmiş bir varlığın başka bir adreste kendine yaşam alanı bulabilmesi için sermaye fazlası olan ülke avına çıkıyor olması durumu da geçerliliğini muhafaza etmeyi sürdürmektedir. Öyle ki emeklilik fonlarının yağmalanması ve şirket iflasları gibi olaylar zımnen modern kapitalizmin doğasının birer sonucu olarak kabul edilmiş durumdadır. Örneğin kamunun özel sermaye hesabına, kamu yararını gözettiği savıyla yaptığı istisnalar ile hakları korunmaya çalışılan özel teşebbüsün çıkarları uğruna yükselen emlak vergileri gibi uygulamalarla ücretli gelir sahipleri üzerinde bir baskı oluşturulabilmektedir. Ayrıca mevcut kredi sistemi finans sermayesinin toplumun geri kalan bölümünden kaynak aktarımı yapabilmesinde bir araç olarak kullanılabilir. Toplumun büyük kesimine zarar verebilecek mevcut finansal uygulamalara göz yumulması gibi denetimsiz bir ortamın varlığının teşekkülüne izin verildiği gibi, yasalarla hak kayıplarına uğrayanlar korunacağı yerde finans sermayesinin çıkarlarının korunuyor olması da toplumsal gruplar arasındaki ayrımcılığın dayandığı derin bir sosyolojik sorunu büyötmektedir.¹⁶⁷

Örneğin 2008 krizi ile varlık değerlerindeki kayıp tüm dünya genelinde trilyonlarca doları aştı. Sadece 2009 ortasındaki kayıplar bile neredeyse tüm dünyanın

¹⁶⁷ Harvey, *Sermaye Muamması Kapitalizmin Krizleri.*, s. 252-254.

bir yıllık mal-hizmet üretimine yakın rakamlardı.¹⁶⁸ Böylesine ciddi durumlarla sonuçlanabilen krizler mevcut sınıfsal sorunların daha da derinleşmesine sebep olmaktadır. Sistemik risklerin sebep olduğu sınıfsal sorunlar sonucu sürece dair atılacak adımların kendisi dahi bir belirsizlik kaynağı olmaktadır. Düzenlemeler ile kitleler yalnızca başlarına gelecek olandan değil, ellerindeki kaybetmekten de çekinirler. Bu durumun gerçekleşmesindeki en önemli unsurlardan biri ise sermayenin yeni adreslere kanalize olurken ki ihtiyaç duyacağı araçlar ve ortamdır. Kapitalizmin en önemli savlarından olan serbest piyasa ekonomisine duyulan ihtiyaç tam da bu noktada kendini gösterir. Devlet bu araçlar ve ortamların yalnızca güvenliğinden sorumlu iken şirketler ise sistemin asıl sahipleri olarak fiyatın da asıl belirleyicisi olabilmekte ve bu kurgu zaman içinde büyüyen ahlaki tehlike sorununa kaynaklık etmektedir. Böylesi bir sistem tasvirinin sıradan bir indirgeme olduğunu ileri süren neoliberal iktisat takipçileri da yaşanan son finansal krizde kurtarılan bankalar için aynı ahlaki tehlike konusundan yakınmışlardır. Finans sermayesinin kayırıldığı 2008 krizi örneğinde de görülebileceği gibi uygulamada neoliberalizmin, kapitalizmin elitleri olarak gösterilen kesime yönelik korumacı bir tutum sergilemesi, durumun devletin bir vazifesi olarak kabullenildiğinin delilidir. Öyle ki, finansal kurumların sorumluluk üstlenmeyerek, hatalarının bedellerini kamu üzerinden ülke vatandaşlarına taşıması buradaki ahlaki tehlikenin en belirgin halidir.¹⁶⁹ Devletin sermayedar ile arasındaki bu ilişki* hukukun, iktisadın ve siyasetin kurallarının etkisizleştirilmesine sebep olmaktadır. Bu da sistemin kendi derinliklerinde, sanılanın aksine, planlanan şekilde çalışmaya devam ettiği görüşünü desteklemektedir.

Son otuz yıldır deneyimlenenler, yönetilemeyen sürekli sermaye birikiminin akabinde gelişen sorunların üretilen kısa vadeli çözümler ile daha büyük krizlerin

¹⁶⁸ Edmund Conway, “IMF Puts Losses From Financial Crisis at \$4.1 Trillion”, **Telegraph**, 21 Apr 2009, (Çevrimiçi) <https://www.telegraph.co.uk/finance/recession/5194711/IMF-puts-losses-from-financial-crisis-at-4.1-trillion.html>, 10.06.2019.

¹⁶⁹ Jay B. Sykes, “Regulatory Reform 10 Years After the Financial Crisis: Systemic Risk Regulation of Non-Bank Financial Institutions”, **Congressional Research Service**, April 12, 2018, Federation of American Scientists (FAS) <https://fas.org/sgp/crs/misc/R45162.pdf>, 10.06.2019

* Kriz sonrası, kurtarılmış olan yatırım bankaları (Goldman Sachs, J.P. Morgan vd.) Fed tarafından banka holdingleri olarak yeniden biçimlendirilebildiler. Bu da onların düzenleyici kuralları takip zorunluluğunu esnetti ve böylelikle ilgili kurumlar elde ettikleri muafiyetler ile türev piyasalarında faaliyetlerini sürdürmeye devam edebildiler.(A.e.)

geliştiği periyodik bir sürece girmiş olmasıdır. Dünyanın farklı coğrafyalarındaki toplumsal hareketlerin (Chiapas'ta Zapatistalar, Boliyva'daki, Hindistan'daki, Tiban ve Nepal'deki hareketler başta olmak üzere) ortak tarafı mevcut sisteme karşı bir tepki olarak gelişmiş olmalarıdır.¹⁷⁰ Buradan hareketle bir yandan da mevcut sorunları kabullenerek bölüşüm noktasında geliştirilmesi gereken adaletli bir sistemin varlığının iktisadi bir sistem olarak kapitalizme zarar vermeyip, aksine onun rekabet temelli uygulamalarının toplumsal çıktılarını artıracakını savunan yeni kapitalist bir anlayış da gelişmektedir.

Buraya kadar anlaşılmaktadır ki Minsky'nin analizinde de değinildiği gibi, makroekonomik yönetim sürecinin durumunu etkileyen finansal yeniliklerle siyasetin/siyasetçinin toplumsal kalkınmayı hedefleyen önceliklere tezat davrandığı deneyimlenmiştir. Sonunda toplumsal maliyeti yüksek kayıplara sebep olabilecek büyüklükteki risklere göz yumulmasına ve bu riskleri barındırmaya elverişli piyasaların gelişimine izin verilebilmesi, aynı mekanizmanın toplumsal kaosu engelleyecek ekonomik tedbirleri alabilecek kurumların yönetilmesinde ne denli etkin olabileceği tartışmalıdır.¹⁷¹ Buradaki toplumsal maddi maliyetin en yüksek olduğu olaylar bütünü iktisadi krizler olarak görülebilir.

Kapitalizme dair hallerin sosyolojik olduđu¹⁷² iddiası bir yana davranışlarla birlikte sosyolojiye dair bilinenler hızlı bir değışime maruz kalmakta ve bu değışim de ekonomik mimarinin şekillenmesinin yapısal unsurlarını barındırmaktadır.

Özetle, siyaset kadar teknolojinin de etkisiyle sosyolojik açıdan hızlı bir değışim tetiklenirken, manipölasyonlara açık bir iktisadi yapının giderek gelişimine izin veriliyor olması toplumların maruz kaldığı belirsizliğin kontrolsüz gelişimine hizmet etmektedir. Çünkü yukarıda bahsi geçen örneklerde gösterildiği üzere devletin sistemin polisliğine yönelik üstlendiği rol, fazla üretimin ve finansal risklerin kendini sınır ötesine atma yatkınlığı, bireyin kendi içsel davranışsal vasıflarının üzerine riskin

¹⁷⁰ Harvey, **The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism**, p. 148.

¹⁷¹ Yves Rannou, "Banking Regulation, Behavioural Finance and The Financial Crisis in Europe: Looking to The Kindleberger-Minsky Paradigm", **Journal of Risk Management in Financial Institutions**, Vol. 3, 3, Henry Stewart Publications, 4 March 2010, p.293

¹⁷² Joseph Schumpeter, **The Economics and Sociology of Capitalism**, N.J., Princeton University Press, Ed. Richard Swedberg, 1991, p. 192-194.

belirsizliğini artıran ahlaki tehlike faktörleri kapitalizmin üzerine inşa olduğu değerlerinin bir bir zarar görmesine sebep olmaktadır. Artan işsizlik ve gelir dağılımı adaletsizliği büyürken bir yandan da gelişen kalkınma sorunları ile rekabetin her geçen gün yerini tekelleşmeye bırakması meselenin görünen toplumsal boyutudur. Bu durumların altında yatan sosyolojik kırılmalar ise kapitalizmin geleceğinin birer iz düşümüdür.

Bireyin, çıkarlarının peşinden koşma arzusuna duyulan sonsuz güven ile belirlenmiş geleneksel iktisat politikalarının desteklediği toplumsal davranışların gelişimdeki “kabullenme” durumunun gelecek için ne derece sürdürülebilir olduğu iktisadın alt yapı parametresi olmasını etkileyen bir diğer unsurdur. Ekonomi güvenliğinin “*su, tarım, sağlık, gıda ve enerji arzı*” gibi unsurlarıyla giderek hassaslaştığı durumda ve böylelikle gerek finansal güvenlik gerekse ticaret güvenliğinin tek başına pek anlam ifade edemeyeceği olasılığında 21. yy’ın daha fazla sorgulayıp, daha az kabullenen bireyi, ekonomi politikaları ile birlikte iktisat biliminin toplumsal konumunu da topyekûn etkilemektedir. Zira, obsesif bir büyüme beklentisi kapitalizmin miyobunu giderek artırmaktadır. Geçmişteki gündemlerin (gelir dağılımı adaletsizliği, fakirlik ve bölüşüm sorunları gibi konuların görmezden gelinebildiği zamanların) aksine, diğer iktisadi ve sosyal faktörlerle birlikte doğadaki değişimlerin de etkisi ile oluşan küresel güvenlik açıkları kapitalizmin gelişimine yönelik beklentilerin şekillenmesini doğrudan etkilemektedir. Bu bağlamda, sistemin ekonomik küçülmeyi ya da daha az büyümeyi kabul edebilir ve daha insan odaklı olabilecek bir yönetim tarzına uyumlu hale gelebilmesi beklentileri yükseltmektedir.

Kapitalizmin kurumsal dönüşümünün toplumsal faydayı besleyecek yönü, sistemin altyapısında yatan hedeflerin ekonomik aktörlerin ortak çıkarları ve bunlardan hangilerinin tüm paydaşlar için gerçekleştirilebilir olduğu konusundaki objektif tespitlerin tesisi ile mümkündür. Geçmişte, ekonomi otoritelerinin yüksek özgüvenli yönetim tercihleri deneyimlenmiştir. Bu tercihler, iktisat politikalarının uygulanmasında kendisini belirgin olarak göstermiş ve yaşanan sistemsel zafiyetler köklü kurumsal dönüşümler yerine, yapının sürdürülmesi için gerekli olan tüm imkânların ve donanımın sahip olduğu iddiası ile ele alınmış, bir bakıma günün

kurtarılması sağlanmıştır. Bu hal, uzunca sayılacak bir süre, küreselleşme odaklı kapitalizmin varlığını sürdürmesinde etkili olmuştur. Kısaca, iktisat politikalarının yönetiminde, donanım ve bu donanımı kullanmadaki özgüvenin aldığı hasar ve bu hasara karşı oluşan kitlesel yönelimler, bireyin geçmişte olduğundan daha fazla etkin olması sonucunu doğurmaktadır. Bu durumu dikkate alarak, bugünden bireyin mevcut etkinlik düzeyini düşürmeye ya da artırmaya dönük uygulamalar ise dönüşen kapitalizmin toplumsal, devlet veya rant odaklı olması ya da olmamasında sistemin geleceği adına bireye atfedilen rolün, buradan hareketle de olası gelecek tercihinin izlerini sergilemiş olacaktır.

1.4. KAPİTALİZMİN KURUMSAL UNSURLARI ÇERÇEVESİNDE PARADİGMA DEĞİŞİMİ KAVRAMI

Ekonomik krizler beraberinde mevcut sistemin yetersizliği kabulü veya krize zemin sunması görüşleri ile olası bir paradigma değişimine sebep olup olmayacağı veya bir gerekliliği işaret ettiği söylemlerinin gelişmesine sebep olur. Örneğin 2008 krizi sonrasında paraya yönelik yönetsel tercihlerin belirlenmesinde etkili olan uluslararası piyasalardaki gelişmeler arasında yer alan “(i) ulusal ekonomilere dönüş, (ii) ekonomi ve ticaret yolları güvenliği, (iii) emek arz ve talebinin güvenliğine yönelik yeni tedbirler ve (iv) finansal sermayeye karşı ulusal para stoku kavramının güçlenmesi” konularının da olası bir paradigma değişiminin göstergesi olup olmadığı bahse konu tartışmalar arasında yer almaktadır.

Bilimsel bilginin desteklediği olası bir paradigma değişimin varlığından bahsedebilmek için öncelikle kavramsal olarak sınırların ve tanımlamaların belirlenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda özellikle sosyal bilimlerde paradigma kavramının ne anlam ifade ettiği, değişimin vuku bulduğunu ya da değişimin gerekli görülebilmesinin muhteva etmesi gereken koşullar sunulmuş olmalıdır.

1.4.1. Paradigma ve Paradigma Değişimi Kavramları

Paradigma kavramı en temel anlamıyla bir modeli temsil eden değerler bütünüdür. Bilimsel gelişmede paradigma kavramı özelinde bilinen en kapsamlı tanımlamaları ve incelemeleri gerçekleştirmiş olan Thomas S. Kuhn paradigmayı *“birbiriyle yarışan farklı bilimsel yaklaşımlar”* olarak tanımlamaktadır.¹⁷³ Kuhn’a göre bilimsel gelişmenin koşulu olan paradigmanın varlığı bilginin özünü oluşturmaktadır. Buradan hareketle, eğer ortada bir paradigma yoksa bilime dair bilginin de olmadığı düşünülmektedir. Kuhn paradigma kavramını genel olarak *“bilimsel bir grubun katılmış olduğu tüm bağlanmaları kuşatan”* bir yaklaşım zemininde ele alır ve *“bir paradigma bilimsel bir topluluktaki üyelerin ve de yalnız onların paylaşmış olduğu bir şeydir.”*¹⁷⁴ tanımı* ile de paradigma kavramı bilimsel topluluk kavramı ile doğrudan ilişkilendirilmiş olmaktadır.

Öte yandan, bir paradigmanın kabul edilmiş olmasının bir kaynak olarak bilim insanına sunacağı katkı ve bunun yanı sıra bilimsel araştırma için problemlerin ele alınışını nasıl etkileyeceği, paradigmanın varlığının en kritik belirleyici alanlarını oluşturmaktadır. Bu durum için Barry Barnes paradigmaların bilimin içinde rafine edilip, işlendiğini ve bunların ileri seviyede ise problemlerin çözümlerinde kullanıldığını belirterek, bu sayede bilimsel yeteneğin ve uzmanlığın faaliyet alanının genişlediğine vurgu yapar.¹⁷⁵ Dolayısıyla tıpkı doğa bilimlerinde olduğu gibi sosyal bilimlerde de paradigma kabullerinin benzer işleyişi sergilemesi beklenebilir. Ancak modern bilimin değişmez kabullerinden doğacak paradigmalara bilimsel çevrelerce sunulan sadakatin de bahse konu yetenek ve uzmanlığın gelişme evresine ket vurabilmesi riski doğmaktadır. Bu da bilimin dayanaklarının ve sınırlarının tartışma alanına girecek bir başka paradigma olgusuna ait sorguyu geliştirmektedir. Bilim

¹⁷³ Thomas S. Kuhn, **Bilimsel Devrimlerin Yapısı**, Çev. Nilüfer Kuyaş, İstanbul, Alan Yay., 1987, s. 96.

¹⁷⁴ Thomas S. Kuhn, **Asal Gerilim**, Çev. Yakup Şahan, İstanbul, Kabalcı Yay., 1994, s.352-353.

* Kuhn’un çalışmalarını yakından inceleyenler, onun Bilimsel Devrimlerin Yapısı (The Structure of Scientific Revolutions) adlı çalışmasında genel ve özel anlamlarıyla paradigma kavramının en az yirmi iki farklı kullanımının olduğunu ifade ederler. (A.e.)

¹⁷⁵ Barry Barnes, **T.S. Kuhn and Social Science**, Hong Kong, The Macmillan Press, 1982, p. 46.

insanlarının paradigmalara dönük konvansiyonel bağlılıkları onları bir “*anomali detektörüne*” dönüştürebilmektedir. Bu bağlılık onları anomalilerin varlık gösterme olanağına sahip olamayacak kadar imkansız ele alınması ve onların ortodoks doktrini karşılıklarına alan oluşumlar olarak görülmesinin gerekçesine hizmet etmiş olmaktadır. Mevcut paradigmanın bir süreliğine terkinin kabulü, bilimsel çevrenin ortak konsensüsüne dayanmaktadır ve bu birliktelik de krizin oluşumu durumunda eldeki kabulleri ile sorunlara çözüm bulunmasında yaşanan zorluklara karşın gelişebilmektedir. Bu aşamasının ilerisi yeni bir bilim serisinin oluşumunu tetikler ve “*Bilimsel Devrim*” gerçekleşebilmiş olur.¹⁷⁶

Uygulamada pek çok kez birbiri yerine kullanıldığı görülen paradigma değişimi ve paradigma kayması tabiri ise mevcut bir paradigmanın geçmişteki modeli kısmen ya da tümüyle temsil etmemesi anlamına gelmektedir. Mevcut bir paradigmanın değiştiğine dönük yargının kabulü ise kimi zaman paradigmanın değişmesinden epey sonraya kalabilmektedir. Çünkü günümüzde Kuhn’un da ifade ettiği haliyle bir paradigmanın varlığının en temel koşulu onu temsil eden bilimsel bir topluluğun varlığına dayanmaktadır ve bu topluluğun paradigma özelindeki konsensüsün sağlanmış olması gerekmektedir. Kuhn tarafından anomali olarak tanımlanan, bilimsel bir yargının değişimine dönük olası gerekçeleri belirleyen çözümsüzlükler üzerine bilimsel çevrenin konsensüsü sağlanmadığı sürece eski paradigmanın kabulü sürdürülecektir. Ancak bilimsel devrimin varlığı ile yeni paradigmanın adının konulabileceğini savunan Kuhn için, kriz zamanlarında bilim çevrelerince çok da kolay olmayan bir tercihtir bu. Bilimin bir tür bulmaca olarak ele aldığı ve bir bunalım kaynağı olarak görülebilen konular mevcut paradigmaların işlevsiz kaldığı kanaatini besler çünkü bulmaca mevcut çözümleri zamanla, yavaş yavaş işlevsiz kılmaktadır ve böylece yeni bir paradigmanın ortaya çıkış koşulları da hazırlanmış olmaktadır.¹⁷⁷

Bilimsel bilgiye katkı ile bilimsel devrim arasındaki ayrışmaya dönük görüşler paradigmanın değiştiği ya da değişiminin gerekliliği konusundaki kanaatleri

¹⁷⁶ A.e., s. 53-54.

¹⁷⁷ Kuhn, *Bilimsel Devrimlerin Yapısı*, s. 96.

doğrudan etkileyebilmektedir. Bu durumun gelişmesinde ise tümdengelimci, benzerlik ilişkisine sadık, soyutlayıcı ve indirgemeci bilimsel yöntem tercihinin¹⁷⁸ paradigmlar üzerindeki etkisi ile paradigma kavramına dönük yaklaşım farklılıkları ve kavramın tanımsal ayrışmalara maruz kalmasının sunduğu etkiler karşımıza çıkmaktadır.

1.4.2. 2008 Sonrası İktisadi Paradigmların Değişimine Dair Yaklaşımlar

Krizlerin gerek nedenlerini gerekse çeşitli alanlarda sebep olduğu değişimleri açıklama gayretindeki araştırmaların bir kısmı krizlerin mevcut paradigmlar üzerindeki değişimlerine odaklanmaktadır. 2008 krizi özelinde elde edilen deneyimler üzerinden ise paradigma değişimine dönük yaklaşımlarda genel hatları ile krizin iktisadi sistemin unsurları üzerinde belirgin bir değişime sebep olduğu, bu krizin düzenli aralıklarla süregelen bir değişimin parçası olduğu, henüz paradigma değişimi olmamakla birlikte mevcut paradigmlar yetersiz olduğu için yeni paradigmların şekillenmesi gerektiği ve mevcut paradigmların işlevini sürdürerek sistemsel anlamda her hangi bir paradigma değişiminin olmadığı görüşleri karşımıza çıkmaktadır.

2008 krizinin ana akım genel kabuller ekseninde belirgin bir kırılmayı temsil ettiği ve bu kırılmanın tıpkı 1929 krizinde deneyimlendiği gibi iktisadi bir paradigma değişimine sebep olduğu iddiasında, temel olarak krizlerin yönetimsel başarısızlığın bir göstergesi olduğunun yaygın kabulüne ve yaklaşım birliğindeki kırılmalara sebep olabileceğine vurgu yapılmaktadır. Bu düşüncenin temsilcileri arasında yer alan Stuart Mackintosh'un nadir görülen, anlık olmayan, fark etmesinin ve hakim kabul olarak yerleşmesinin zaman aldığı değişimler olarak yorumlar paradigma kaymalarını. Bu yaklaşımın temelinde 1929 krizinden sonraki en ciddi mali ve ekonomik kriz olarak tanımladığı 2008 krizinin mali yapının düzenleyici kabulleri üzerinde bir paradigma değişikliğine neden olduğu fikri yer almaktadır. İlgili görüşe göre bilhassa G20 ve merkez bankaları üzerinden kamu müdahalelerinin 1971'deki Bretton Woods

¹⁷⁸ Kazgan, a.g.e., s.55.

sisteminin yıkılışından sonraki en belirgin geri dönüş olması ise bahse konu paradigma değişiminin gerekçesini teşkil etmektedir. Mackintosh bu gelişmeyi “*mistik Anglo-Sakson liberalleşme ve deregülasyon modelinin büyüünün kırılması*” olarak tanımlar. Burada siyasilerin ve merkez bankalarının 2008 krizi ile artık eski görüşlerini terk etmek zorunda kalmaları paradigmanın değişimini temsil etmektedir.¹⁷⁹ Beklentiler her ne kadar kalıcı olacağı yönünde olsa da bu yaklaşımda paradigma değişiminin kalıcı olması kabulü bulunmaktadır. Dolayısıyla paradigma değişiminden anlaşılanın Khun’un paradigma değişimi yaklaşımdan belirli farklılıklar içerdiği görülmektedir.

Ekonomi özelindeki paradigma değişiminin gerekliliği yaklaşımında ise Colander ve Kupers’ın çalışması en bilinen çalışmaların başında yer almaktadır. İkili paradigma değişiminin gerekliliği yönündeki görüşlerini iktisadın karmaşık olarak ele alınmasına dayandırmaktadır. Ekonominin karmaşık bir sistem olarak ele alınması öncelikle paradigmanın değişimini, ardından da iktisat politikalarının geliştirilmesi ve uygulanması süreçlerinin yeniden şekillenmesi gerekliliğini gündeme getirmektedir.¹⁸⁰

Tıpkı yönetim bilimi disiplininin kurucularından olan Avusturyalı yazar Peter Drucker gibi yatırım uzmanı Ray Dalio da paradigma değişiminin gerekliliğinin savunular arasında yer almaktadır. Dalio piyasaların ve ekonomilerin nasıl çalıştığına dair zamansız ve evrensel bir anlayışa sahip olmak için kapsayıcı bir tarihsel analiz yöntemi tercih ettiğini ileri sürer ve bu temelden hareketle on senelik gruplar halinde küresel ekonomiyi mercek altına alır. Onun analizlerinde de Khun’un paradigma yaklaşımının bir unsuru olan konsensüs görüşünün hakim eğilimin en büyük kabul edilmiş görüşü olduğunun altı çizilmektedir. Dalio piyasa hareketlerinin yanı sıra iktisat politikasının seyri üzerinden de olası bir değişimin varlığının emarelerini inceleyerek konjonktürel krizlerin periyodları üzerinden ele alınması halinde kücreyen 20’ler ve buhranlı 30’ları takiben enflasyonla mücadelenin zirve yaptığı 70’ler ile neoliberal ekonominin hızlandığı dezenflasyonist 80’ler ve akabinde finansallaşmanın

¹⁷⁹ Stuart P. M. Mackintosh, “Crises And Paradigm Shift”, **The Political Quarterly Publishing**, Vol. 85, No. 4, October–December 2014, p.406–412.

¹⁸⁰ Alan Kirman, “Complexity and Economic Policy: A Paradigm Shift or a Change in Perspective? A Review Essay on David Colander and Roland Kupers’s Complexity and the Art of Public Policy”, **Journal of Economic Literature**, 2016, Vol. 54(2), 534–572.

hız kazanmasını birer paradigma değişimi olarak yorumlar. Ray Dalio her on yılın sonunda yatırımcıların önceki on yıla benzer olmasını ummalarına karşın ekonomideki dalgalanmaların bu beklentileri sarstığını düşünür. Bu temelde yatırım usulleri değişirken servet de böylelikle kümelenme kanallarını güncellemeye devam etmektedir. Dolayısıyla bilinen paradigmaların yeni yatırım realiteleri için iyi bir yol gösterici olmadığı düşünülmektedir. Özelde yönetim bilimi ve genel anlamda işletme yönetimi prensipleri açısından bir paradigma değişimi olarak yorumlanabilen bu durum çoğu kez kapitalizmin paradigmalarındaki değişimler olarak ele alınmaktadır.¹⁸¹ Bu Ray Dalio'nın kendi paradigma değişimi tanımı üzerinden yatırımlar özelinde ele aldığı bir konudur. Ancak konunun çapını genişleterek bunun kapitalizmi de etkileyen bir sürece işaret ettiğini vurgular.¹⁸²

2008 krizi ile henüz yeni bir paradigmanın değişmediği sonucuna varan en kapsamlı çalışmalardan biri ise Küresel Yönetişim Programı çatısı altında gerçekleştirilen araştırmadır. İlgili analiz krizin sonucu olarak her hangi bir paradigma değişikliğinin olup olmadığının araştırıldığı bir çalışma ile 2016 yılında elde edilen çıktılar sonucu göstermektedir ki çalışma ve refah ilişkilerinin açıklanmasında mevcut paradigmaların yetersizliğine rağmen yerine konulacak yeni bir paradigma henüz mevcut değildir. Bu sonuca ise paradigma kavramının yeniden tanımlanması ve geleneksel paradigma kavramının yıkılması ile ilgili çalışmaların ele alınması gerekliliği savunularak varılmaktadır. İlgili yaklaşımdaki ön kabulü ise paradigma değişiminin var olması halinde değişimin ilgili tüm paydaşlarıyla ve sürdürülebilirliği kanıtlanmış şekilde gerçekleşmiş olması koşuludur. Buradan hareketle küresel çapta kısmi veya eksik bir paradigma değişikliğine yönelik eğilimlerin olduğu tespit edilerek, tüm ilgili paydaşların değişimden etkilenme derecesine göre ve eski paradigmaların geçerliliğini koruması ile sonuçlanan “tamamlanmamış paradigma değişimi” kavramı geliştirilmiştir. Çünkü krize rağmen süreklilik arz eden geçmiş usul ve yöntemler meşruluğunu muhafaza etmektedir. Olası bir sapmanın izlerini takip

¹⁸¹ Ray Dalio, “Paradigm Shifts”, **LinkedIn**, July 17, 2019, (Çevrimiçi) <https://www.linkedin.com/pulse/paradigm-shifts-ray-dalio>, 24.10.2020.

¹⁸² Ray Dalio, “Why and How Capitalism Needs to Be Reformed (Parts 1 & 2)”, **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, October 13, 2020 (Çevrimiçi) <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/13/why-and-how-capitalism-needs-to-be-reformed/>, 24.09.2020.

edebilmek adına paradigma kavramı hakkındaki yaygın algının bir sonucu olarak krizin etkileri hakkındaki ana akım bilimsel çalışmalar paradigmatları bilişsel bir olgu olarak kabul etmekte ve yanı sıra paradigmatdaki bir değişimin tek bir bilgi alanıyla sınırlı tek cepheli bir temelde değerlendirdiği görülmektedir. Alandaki sorunlara yanıt veremeyen mevcut yapının değişimine karşılık gelen paradigma değişimi çalışmaları sonuç olarak bir yıkımın izlerini takip ettiği için hakim algının çok boyutlu bir yaklaşım usulünü yani disiplinlerarası bir çalışma alanının benimsenmiş olmasını gerekli kılmaktadır. Paradigma değişimi kavramının kendisi çok boyutlu bir yapıyı temsil ettiği için, konuya yaklaşımın da tek boyutluluktan çıkması koşulu karşımıza çıkmaktadır.¹⁸³

Tercih edilen metodoloji gerçek ekonomiyi teorik ekonomiye daha yakın hale getirmek için yapısal reformlar önermeye açık değilse paradigmatdaki kırılmaların ve değişimin gerekliliğinin tespit edilmesinin dahi aksak ilerlemesi olasıdır. Dolayısıyla metodolojik tercihler ve tek cepheli analiz usulleri ana akım literatürün eldeki paradigmatın pratikteki sorunları açıklayabilmesindeki eksikliğine dönük çalışmaları kapsayacak alana yönelmesini engelleyebilmektedir.

¹⁸³ Pablo Iglesias-Rodríguez, Ruby Gropas, Anna Triandafyllidou, “Has the Financial Crisis Led to a Paradigm Shift?”, **After the Financial Crisis**, Ed. Pablo Iglesias-Rodríguez, Anna Triandafyllidou, Ruby Gropas, Palgrave Studies in European Political Sociology, Shifting Legal, Economic and Political Paradigms, 2016, Palgrave Macmillan, London, p.1-20.

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KRİZİ ETKİSİNDE GLOBAL İKTİSADİ MİMARİ VE MERKEZ BANKACILIĞI UYGULAMALARI

İktisadi mimari ekonominin yapısal unsurlarının birbiriyle eş anlı şekilde ilişkilendirilebildiği ve bütünüyle ele alınabildiği kapsayıcı bir tabirdir. Global iktisadi mimari ise küresel bir mali yapının tesis edilmiş olduğu kabulü ile küresel ekonominin temel fonksiyonlarının izlenebildiği bir bütünü ifade etmektedir. Özetle, ekonomik bir kavram olarak kullanılan mimari kavramı, yapı ve yapısal unsurları kapsayan bir anlamı üstlenmektedir.

Global iktisadi mimari mali ve hukuki uygulamaları belirleyen politikaların ve kurumların doğrudan şekillendirdiği bir yapıdır. Bu bağlamda bilhassa 2008 krizi sonrasında bölgesel ve küresel iktisadi mimarinin gelişimi üzerinde etkili olan unsurlara odaklanılan çalışmalar hız kazanmıştır. Bunların başında Finansal İstikrar Forumu, IMF, Dünya Bankası, G7 ve G20'nin çalışmaları yer almaktadır. Global iktisadi mimarinin krizlere dönük konsantrasyonunda ise global finansal mimari yer almaktadır. Global finansal mimari ise *“küresel para ve finansal sistemlerin etkin işleyişini korumak için uluslararası düzeyde toplu yönetim düzenlemelerini içeren”* yapı olarak tanımlanmaktadır.¹⁸⁴

2008 krizinin ekonomik mimaride temel bir kırılmaya sebebiyet vermiş olması olasılığı üzerinden, ilgili kırılma sonrası paranın mevcut tanım ve işlem biçimlenmesinde olası bir değişimi tetikleyebilecek faktörler beraberinde merkez bankacılığının da yerleşik algısını ve işlevlerini farklılaşmasına dönük beklentilerin gelişmesini de tartışılabilir hale getirmektedir. Global iktisadi mimari içinde işlem gören parasal unsurların etrafında yerleşen yeni bir kapitalist anlayışın gelişme

¹⁸⁴ Anthony Elson, “The Current Financial Crisis and Reform of the Global Financial Architecture”, *The International Spectator*, 45:1, pp. 17-36, 23 Mar 2010, (Çevrimiçi) <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/03932720903562429>, 20.10.2020.

olasılığı ile merkez bankacılığının geçmiş fonksiyonları da radikal bir eşikten geçmiş olacaktır.

Parasal unsurların ve bir bütün olarak küresel iktisadi mimarinin şekillenmesinde 21. yy'ın değişen iktisadi algısının finansal sektör eksenli yeni kavramları ile bireyin ve akabinde toplumun davranış modellerinin değişimi de yer almaktadır.

2.1. 2008 KRİZİNİN GELİŞİMİ

Teknoloji faktörünün reel ekonomideki karşılığına rağmen, ekonomik mimarinin şekillenmesinde finansal piyasalardaki yeniliklerin de yadsınamaz bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Çünkü mevcut iktisadi yapının çözüm üretmediği kırılganlıkların gelişiminde ve akabinde bu kırılganlıkların sebep olduğu krizlerin iyileştirilmesinde etkili olan tüm ekonomik aktörlerin tutumları ile 2008 krizinin ortaya çıkış sürecinde ve sonrasında, sistemin revizyonu için gerekli olan kurumsal dönüşümler arasında ekonomik mimarinin yapısal unsurlarının kodları yer almaktadır. 1990'ların neoliberal uygulamaları ekseninde finansal mimariyi şekillendiren finansal yenilikler türlerine göre genel hatlarıyla dört guruba ayrılarak sınıflandırılmaktadır. Bunlar, ipotekli konut kredilerinde ya da borsada yatırım fonlarında olduğu gibi (i) *yeni ürünler*; çevrimiçi menkul kıymet alım-satımı ve internet bankacılığında olduğu gibi (ii) *yeni hizmetler*; menkul kıymetler için elektronik kayıt tutma ve kredi puanlama örneklerindeki gibi (iii) *yeni üretim süreçleri*; internet bankaları örneğinde olduğu gibi (iv) *yeni örgütsel biçimlerdir*¹⁸⁵. Finansal yenilikler için fonksiyonlarına göre yapılan sınıflandırmada ise mal ve hizmetlerin ödeme sistemi aracılığıyla takasını kolaylaştırmak, fonları bir havuzda toplamak ve paylara ayırmak, fonları zaman ve mekân arasında hareket ettirmek, riski yönetmek, bilgi tesisi ve teşvik sorunlarıyla

¹⁸⁵ W. Scott Frame Lawrence J. White, "Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?", **Working Paper**, Federal Reserve Bank of Atlanta, No. 2002-12, July 2002, p.3, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.325800>

mücadele¹⁸⁶ 20. yy'ın finansal yenilik algısını belirleyen temel öğeler olarak kabul edilmiştir.

Finansal piyasalardan reel sektöre doğru ilerleyen 2008 krizinin bulaşıcılığı dışsal şoklar tarafından değil, özellikle finansal unsurlar aracılığıyla krizi global düzeyde etkili kılmıştır. ABD'deki orantısız liberalleşme düzeyi ve düzenlemelerden azami ölçüde uzaklaşmış finansal piyasaların içinde bulundukları ahlaki tehlike, krize dair yaşanan sorunları derinleştirmiştir.¹⁸⁷ Liberal ekonominin en fanatik savunucuları dahi bu durumu ülkedeki artan kredi genişlemesi, aşırı kaldıraç kullanımı, küresel finansmanın taşıdığı riskler, finansal piyasalarda hızla yaygınlaşan yeni türev ürünlerin varlığı ile fiyat balonlarının oluşmasına sebebiyet verdiği yönünde görüşlerini sunmaktan geri durmamışlardır.

2.1.1. Genel Hatları ile 2008 Krizinin Gelişim Süreci

2008 krizinin temel sebepleri arasında finansal krizlere sebep olan unsurlardan sistemi etkileme gücüne sahip olan denetleme ve düzenlemeye ait faktörler, bunlarla birlikte gelişen asimetrik bilgi düzeyindeki artışlar, faiz oranlarındaki değişimler ve beraberinde gelişen belirsizlikler, finansal sektördeki bilanço bozulmaları ile varlık fiyatlarındaki değişimlerin sebep olduğu finansal olmayan bilançoların bozulması yer almaktadır.¹⁸⁸ Bu sebepler çerçevesinde 2008 krizinden önce yürütülen para politikası ve diğer düzenleyici işlemlerin modellemesinde bir takım sorunlar tespit edilmiştir. Modellerdeki başarısızlığın nedenlerinden ilki mevcut sistemin kredi sisteminde eksik modelleme unsurları içeriyor olmasıydı. Kriz öncesinde kredi piyasanın mevcut para politikası önlemleri etkin bir modelleme yapılmasına elverişli değildi. Dolayısıyla kredi piyasaları

¹⁸⁶ Robert C. Merton, Zvi Bodie, "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", Ed. Dwight B. Crane v.d., **The Global Financial System: A Functional Perspective**, Boston, Harvard Business School Press, 1995, p.15-21.

¹⁸⁷ George Soros, Anatomy of Crisis – The Living History of the Last 30 years, **INET Conference**, April 9, 2010, Cambridge, United Kingdom, (Çevrimiçi) <https://www.ineteconomics.org/conference-session/anatomy-of-crisis-the-living-history-of-the-last-30-years-economic-theory-politics-and-policy>, 01.05.2017.

¹⁸⁸ S. Friedrich Mishkin, Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries, 2001, NBER Working Paper Series, No. 8087, p. 3, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w8087>, 24.05.2017.

üzerinden yayılan ve tekrarlayan krizler, ardındaki yetersiz para politikası uygulamaları ve makro iktisadi politikalar neticesinde gelişmiştir.¹⁸⁹ 2008 öncesinde faiz oranlarının düşürülmesi varlık fiyatlarının aşırı yükselmesine sebebiyet verirken, ilgili dönemde faiz indirimi uygulamasını onaylayan otoriteler ise varlık fiyatlarında oluşabilecek olası riskleri görmemişlerdir.¹⁹⁰

Bu kapsamda ABD hükümeti tarafından krizin sebeplerine yönelik yapılan tespitlerin yer aldığı en kapsamlı çalışmalardan biri 2009 yılında özel olarak mevcut küresel krizin sebeplerini incelemek için kurulmuş Finansal Kriz Soruşturma Komisyonu (FCIC) vasıtasıyla yayınlanan rapordur. Bu raporun komisyon tarafından verilen sonuç kısmında krize sebep olan unsurların oluşumunun bir süreç içinde geliştiğine dikkat çekilirken, bu krizin insan eliyle oluştuğu, sistemin mevcut sürecinin doğal bir neticesi olmadığını yani aslında krizin önlenabilir olduğu belirtilmiştir. Krizin oluşumundaki en etkili faktörlerin başında düşük faiz oranları ve paralarını ABD gayrimenkul varlıklarına yatıran uluslararası yatırımcıların oluşturduğu kredi balonu ile gevşek düzenlemeler neticesinde yükselen risklerin beraberinde bu balonun patlaması sonucu ile krizin kaçınılmaz olduğu ifade edilmiştir. Öte yandan mali düzenlemelerin ve piyasa aktörlerine yönelik yol gösterici bilgilendirmelerin etkin bir şekilde yürütülememesinin ülkenin ekonomik istikrarına zarar verdiği, hükümetin gereken önlemleri almadığı ve süreci yönetmede yaptığı hatalarla piyasaları paniğe sevk ettiği, finansal piyasalardaki şirketlerin risk yönetimi açısından yetersiz kaldıkları ve bunun krizi ciddi şekilde tetiklediği belirtilmiştir. Ayrıca şeffaflığı olumsuz etkileyecek piyasa davranışlarını engellemeyen kurumsal yapıya dikkat çekilerek, yüksek riskli yatırımlara teşvik edici yüksek oranlarda karşılığı olmayan borçların temininde sağlanan kolaylıkların krizin yıkıcı etkilerini ve yayılma hızını artırdığı tespit edilmiştir.¹⁹¹ Araştırmacıların dikkatinden kaçmayan bir husus da yatırımcıların ABD hükümetine yönelik finansal piyasaların kurallarının gevşetilmesine dönük talepleridir. Hükümetin tercihleri ile ne gibi zararlara sebep olacağı sistem kurucular kadar yöneticilerin de bilgisi dâhilindedir. Bu gelişmelerle, uzun vadeli yarar

¹⁸⁹ Stiglitz, **a.g.e.**, p. 39-40.

¹⁹⁰ A.e. p.50.

¹⁹¹ The Financial Crisis Inquiry Report, **a.g.e.**, p. xv-xxviii.

sağlayacak adımlar atılması adına ve sisteme dönük tahrip gücü yüksek kısa vadeli eylemleri engelleyebilecek düzenleyici bir yapının inşasına izin vermeyen unsurların kaldırılmasının gerekliliği oluşmuştur.

2008 Kasım'ında Washington'da gerçekleşen G-20 zirvesinde küresel krizin gerekçeleri için kriz öncesi geçen on yıllık dönem boyunca oluşan sağlıklı küresel büyüme döneminden, artan sermaye akımlarından ve uzun süren iktisadi istikrardan bahsedilerek, piyasa aktörlerinin bu süreçte baş gösteren riskleri yeterince değerlendiremediğine ve titiz bir çalışma yapmadan daha yüksek getiriler elde edilmeye çalışıldığına dikkat çekilmiştir. Öte yandan, aynı zamanda aracılık taahhütlerinin zayıf standartları, sağlam olmayan risk yönetimi uygulamaları, gittikçe artan karmaşık finansal ürünler ve buna karşılık gelen yüksek kaldıraçların da sistemde kırılganlığa sebep olacak şekilde bir araya geldiği vurgulanmıştır. Ayrıca, bazı gelişmiş ülkelerdeki politika yapıcılarının, düzenleyicilerin ve denetçilerin mali piyasalarda oluşan riskleri yeterince değerlendirip ele almadıkları, finansal yenilikleri yakından takip etmedikleri ve yerel düzenleyici faaliyetlerin sistemik sonuçlarının dikkate alınmadığı belirtilmiştir.¹⁹²

Kriz öncesi ve akabindeki cari işlemler dengesinin GSYH'ya oranı ülkelerin uluslararası rekabet edebilirlik seviyelerinin mukayesesi açısından olduğu kadar küresel görünümün anlaşılabilmesi için de nitelikli bir göstergedir. Konunun somutlaştırılması adına aşağıdaki tablodan G8 ülkeleri takip edileceği gibi eski ve yeni kırılgan beşli olarak tanımlanan gelişmekte olan ekonomilerin cari işlemler dengesinin GSYH'ya oranları da izlenebilmektedir.

¹⁹² "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy", **G20 Submit**, Washington DC, 15.11.2008, (Çevrimiçi) <http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>, 10.05.2019.

Tablo 2.1.: Cari İşlemler Dengesinin GSYH'ya Oranı

(%-Seçili Ülkeler İçin)

Ülkeler*	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ABD	-5,69	-5,82	-4,91	-4,63	-2,58	-2,88	-2,87	-2,64	-2,09	-2,10	-2,25	-2,32	-2,32
Almanya	4,60	5,70	6,78	5,62	5,82	5,65	6,09	7,02	6,74	7,43	8,91	8,55	7,93
Arjantin	2,65	2,79	2,10	1,50	2,18	-0,38	-1,01	-0,39	-2,38	-1,74	-2,96	-2,65	-4,91
B. Krallık	-2,02	-3,06	-3,60	-4,26	-3,55	-3,40	-1,96	-3,79	-5,18	-4,94	-4,93	-5,29	-3,75
Brezilya	1,57	1,23	0,11	-1,66	-1,46	-3,43	-2,94	-3,00	-3,03	-4,24	-3,30	-1,32	-0,48
Endonezya	0,10	2,98	2,43	0,02	1,97	0,68	0,19	-2,66	-3,19	-3,09	-2,04	-1,82	-1,71
Fransa	-0,01	0,02	-0,33	-0,97	-0,82	-0,83	-1,03	-1,23	-0,87	-1,31	-0,37	-0,76	-0,52
G. Afrika	-3,11	-4,45	-5,40	-5,72	-2,67	-1,46	-2,24	-5,13	-5,80	-5,08	-4,57	-2,73	-2,39
Hindistan	-1,27	-1,01	-0,67	-2,61	-1,98	-3,29	-3,43	-5,00	-2,65	-1,34	-1,07	-0,53	-1,47
İtalya	-0,92	-1,48	-1,39	-2,80	-1,85	-3,44	-3,00	-0,35	1,00	1,87	1,47	2,55	2,87
Japonya	3,58	3,86	4,69	2,82	2,78	3,88	2,10	0,97	0,90	0,75	3,11	3,92	4,02
Kanada	1,88	1,37	0,75	0,21	-2,97	-3,60	-2,78	-3,60	-3,23	-2,40	-3,60	-3,22	-2,95
Mısır	2,34	2,45	0,32	-0,87	-1,77	-2,06	-2,32	-2,50	-1,22	-1,95	-5,18	-5,98	-3,79
Pakistan	-3,29	-4,92	-5,45	-9,20	-2,37	-0,76	-1,03	-1,04	-1,91	-1,49	-1,03	-2,55	-5,19
Rusya	11,05	9,33	5,55	6,26	4,12	4,42	4,74	3,23	1,46	2,79	4,95	1,91	2,11
Türkiye	-4,18	-5,64	-5,47	-5,16	-1,76	-5,78	-8,94	-5,49	-6,70	-4,67	-3,73	-3,84	-5,56

* G8 Ülkeleri kriz esnası ve sonrası ile Katar hariç kırılğan beşli ülke gruplarını içermektedir.

Kaynak: Dünya Bankası, 2019.

Öte yandan, finansal piyasaların kırılğanlıklarının ve krizlerinin açıklanmasında başvurulan Post-Keynesyen yaklaşımlardan Minsky'nin analizi de 2008 krizinin açıklanmasında dikkat çeken bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir. Bu analizde makroekonominin durumunu etkileyen karar verme biçimi ve 2008 krizinin tetikleyicisi gayrimenkul patlamalarına karşı direnç unsurlarının geliştirilmesini kolaylaştıran finansal yenilikler incelenmiştir. Minsky'nin yaklaşımında finansal yenilikler, merkez bankasının son rezerv kaynağı olması, Ponzi oyunu, aktif fiyatlarının artması, risk artışı, güvenli fon, borç ödeyememe ve faizin yükselmesi durumları gibi finansal krizleri açıklamaya yarayacak unsurlar incelemeye konu edilmiştir. Burada politika yapıcılara dikkat çekilerek ve siyasetin amacının liberal toplumun uygar standartlarını sürdürmek için gerekli ön koşulların mevcut olduğundan emin olmak olduğu ifade edilmiştir. Zira bu amaç yine Minsky'nin dikkat çektiği belirsizliğin etkisini sınırlayan yeni ekonomik kurumların oluşturulmasının öneminin vurgulanmasında gerekli zemini oluşturmaktadır.¹⁹³ Minsky finansal yenilik

¹⁹³ Rannou, a.g.e., p.293-294.

ve teknolojik yenilik olarak yaptığı ayırım üzerinden finansal yeniliklerdeki sınırsız artışın finansal istikrarsızlığın kaynağı olduğuna işaret eder. Burada merkez bankalarının önemine vurgu yapar ve finansal yeniliklerin kontrol altında tutulması gerektiğine işaret eder.¹⁹⁴ Buna karşın, mevcut kriz borç deflasyonuna dönüşebilecek bir Ponzi finansman planının özelliklerini yansıtıyor olsa da krizin geleneksel bir içsel Minsky sürecinin sonucu olmadığını düşünenler, yaşanan iktisadi kayıplara karşı önlem almak için geleceğe dönük müdehale adımlarına müsaade eden bir yapının varlığı ile gelişen düzenleyici sermayenin sistemi ekonomik dalgalanmaların sebep olduğundan daha hassas hale getirebileceğini ileri sürmektedirler.

Özetle, genel hatları ile 2008 krizinin gelişim sürecinden krize kaynaklık eden ABD ekonomisinin ve krizi ikinci bir dalga ile iki kez karşılayan Avrupa ekonomilerinin finansal piyasalara attettikleri önemin kriz öncesinden farklı olmadığı ama düzenleyici ve denetleyici mekanizmalar özelinde Kıta Avrupası ile ABD arasında temel uygulama farklarının olduğu gözlenmektedir.

2.1.2. ABD’de 2008 Krizi Öncesi ve Krizin Gelişim Süreci

2008 finansal krizinin belirtilerinin ilk kez ABD ekonomisinde kendisini göstermesi sebebiyle bu ülkedeki finansal gelişmelerin tarihsel süreci, ilgili krizin açıklayıcı unsurlarını barındırmaktadır. Zira 1980’li yıllardan itibaren, kapitalizmin küresel olarak hızla güçlenen rakipsizliği ile aynı zamanda neoliberal iktisat politikalarının uygulanma aşamalarına da içeren bu sürecin kılavuzluğunu da ABD üstlenmiştir. 2008’deki krizin ve sonrasında gelişen sisteme yönelik kırılmanın tetikleyici unsurlarının küresel taşıyıcılarından olan ve dünyadaki ticari ve finansal ağırlık merkezlerinin değişimindeki rolü ile ABD kapitalizminin, ülke sınırları içindeki para yönetimi ve finans piyasalara dönük düzenlemeleri küresel etkileri açısından belirleyici nitelikteki unsurları barındırmaktadır.

¹⁹⁴ Hyman P. Minsky, **Stabilizing An Unstable Economy**, USA, McGraw-Hill, 2008, p. 358-365.

2.1.2.1. 2008 Krizi Öncesi ABD Ekonomisinin Kurumsal Yapısı

ABD'nin bilinen modern anlamdaki bankacılık uygulamalarının 19. yy'a dayanan tarihi süreci, kapitalizmin bugünkü krizleri ile ilgili izler taşımaktadır. 1913 yılında kurulan 12 federal rezerv bankası yalnızca federe devlet içinde faaliyette bulunabilen bankaların denetiminden sorumlu örgütlerdi.¹⁹⁵ 1929'daki Büyük Buhran etkisi ve iflas eden bankalar ile içinden geçilen kaos ortamı peşi sıra pek çok yeni düzenlemeyi getirdi. Federal Mevduat Sigorta Şirketi'nin (FDIC- Federal Deposit Insurance Corporation) kurulması, farklı kurumsal kimliklere sahip olarak birbirinden ayrılan yatırım ve ticari bankalara yönelik ve faiz uygulamalarına sınırlamalar getiren hukuki düzenlemelerin geliştirilmesi (Glass-Steagal Yasası, 1933 ve Menkul Kıymetler ve Takas Yasası, 1934) ile Fed'in yeniden yapılandırılması bunlardan başlıcalarıdır.¹⁹⁶

Önceleri dünyadaki diğer finans sistemlerine kıyasla sıkı bir düzenleme sistemine sahip olmayan ABD finans piyasaları 1929'dan sonraki düzenlemeler* ve toparlanma sürecinden sonra zaman içinde gelişen müdahalelerin de ekisi ile 70'lere dek mevcut sistemini korumayı başardı. Aradaki Dünya Savaşı dahi mevcut istikrarın krizle sarsılmasına sebebiyet veremedi. Ancak 70'lerdeki artan enflasyon nedeniyle takip eden yıllarda faiz oranlarının artışı ABD'de bir "*Tasarruf ve Ödünç Krizine*" sebep oldu. 80'lerde yürürlüğe giren yeni yasa ile (Mevduat Kurumları Düzenlemesi ve Parasal Kontrol Yasası, 31 Mart 1980) uygulanan vadeli mevduat faiz tavanının kaldırılması aynı zamanda artmaya devam eden enflasyon ile ödenmek zorunda olan faizleri daha da yükseltti. Mevcut finans kurumlarının bunu üstlenecek güçlü bir alt yapıya sahip olmaması ve denetim mekanizmasının sürecin başlangıcında nitelikli tedbirler almayıp, sorumlu olan kurumların da uyarı ve yol göstericilik

¹⁹⁵ "A History of Central Banking in the United States", **Federal Reserve Bank of Minneapolis**, (Çevrimiçi) <https://www.minneapolisfed.org/about-us/our-history/history-of-central-banking>, 03.01.2020.

¹⁹⁶ Federal Reserve Education, **Federal Reserve** (Çevrimiçi) <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history>, 01.09.2017

* Bkz. Ekler: ABD Finans Piyasalarının Düzenleyen Başlıca Kurumlar

yükümlülüklerini yerine getirmemesi ilgili dönemdeki krizin en temel sebepleri olarak belirdi.¹⁹⁷

1970'ler ve 80'lerin başındaki yeni hukuki düzenlemelerin (Bankaların sigorta faaliyetlerini yasaklayan Garn-St Germain Yasası olarak bilinen Mevduat Kurumları Yasası, 1982) ardından finans piyasaları 1980'lerin ortasında bu sefer de konut kredileri yoluyla zarar gördü. Ülkede verilen konut kredilerinde uygulanan aşırı kaldıraçlar bu dönemim gelişmeleri adına dikkat çekicidir. 1989 yılına dek batan yüzlerce finans kurumu ile 1929'dan sonraki en büyük finans krizi ABD'de kendisini göstermiş oldu. Hükümet bu bunalıma Finansal Kurumları İyileştirme ve Güçlendirme Yasası ile müdahale ederek Federal SL Sigorta Şirketi'ni (FSLIC) kapattı ve şirketin varlıklarını Federal Mevduat Sigorta Şirketine aktardı. Federal Konut Kredileri Kurulu (FHLBB) yerine ise Tasarruf Yönlendirme Ofisi ve sorunlu finans kurumlarının kurumsal yapılarına müdahale etme yetkisine sahip Resolution Trust Company adıyla yeni bir şirket kuruldu. Özetle, özellikle 60'lardan sonra kısıtlamaların safha safha gevşetilmesine yönelik lobi faaliyetlerine politikacıların kayıtsız kalamaması, sermaye kontrollerinin sınırlandırılması ve nihayetinde kaldırılması, Fed'in 80'lerdeki kısıtlamaları gevşeten uygulamaları artırması ve 90'lara gelindiğinde ise yıllar içinde etkinliğini yitirmiş denetleme ve kısıtlamaya yönelik hukuki yaptırımlardan tamamen vazgeçilmesi ile serbestleşme süreci daha da hızlanmış oldu ve 80'leri takip eden yıllarda gün geçtikçe sayıları artan yeni finansal risk unsurları gelişmeye başladı.¹⁹⁸

Bu süreçte yaşanan durumlar arasında ABD ekonomisinin küresel etki gücünü yansıtan uygulamalar olmuştur. Öyle ki, 1979-80 döneminde ABD'de imalat sektörünün kar hadleri üzerindeki baskı ile beliren bunalım sürecinde dönemin başkanı Reagan'ın şirket yöneticileri ve bu yöneticilerin arkalarında durdukları siyasiler dolardaki yükselişin önlenmesi için sistemi baskılara maruz bıraktılar. 22 Eylül 1985'de G-5 üye ülkeleri ABD imalat sektörünü "Plaza Anlaşmasını" imzalayarak

¹⁹⁷ Kenneth J. Robinson, "Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980", Federal Reserve History, 22.11.2013, (Çevrimiçi) https://www.federalreservehistory.org/essays/monetary_control_act_of_1980, 01.09.2017.

¹⁹⁸ "Century of Change, A Timeline of Banking Legislation and Regulation", **Federal Reserve Bank of Minneapolis**, 01 Mart 2000, (Çevrimiçi) <https://www.minneapolisfed.org/publications/the-region/century-of-change> , 01.09.2017

dolardaki artışı engellemek için ortak hareket etmeye karar verdiler. Plaza Anlaşması ile ABD imalat sanayi bir krizden kurtuldu ancak dünyanın geri kalan kısmı için (her kurtarma eyleminde olabileceği gibi) bir bedel oluştu. Japonya ve Almanya o günkü uluslararası sistem içinde gelişen aşırı kapasite ve aşırı üretim sorunu sonucu karşılaştıkları tablodan, değeri hızla artan ABD dolarının krize sürüklediği ülke ekonomisini kurtarma talebine yanıt vermek zorunda kaldılar ve ABD imalat sanayini kurtardılar.¹⁹⁹ Dolayısıyla, o gün için bu bedeli (olası bir krizin maliyetini) ödeyen ağırlıkla Almanya ve Japonya ekonomileri oldu.*

Banka ve finans kurumlarının iflasları ile sonuçlanan ve 80'lerin sonu ve 90'ların ilk yarısını etkisi altına alan yukarıda bahsi geçen Tasarruf-Ödünç Krizi'nin tahmin edilen maliyeti 153 milyar Dolar civarındadır.²⁰⁰ 20. yy'ın sonlarında ABD'de yaşanan bu kriz o gün için hem kendi içinde hem de sınır ötesi sahada sisteme duyulan güveni sarsacak kadar etkili değildi. Bu durum bahsi geçen krizi 2008 krizinden ayıran temel farklardandır. Ancak kaynakları itibarıyla de 2008 krizi ile bu krizin ortak özellikleri de bulunmaktadır.²⁰¹ Eğer ki 80'lerde yaşanan bu kriz ile finans piyasasının tüm düzenlemeleri kapsayıcı bir şekilde yeniden ele alınmış olsaydı geleceğin gevşek politika tercihlerinin önüne geçilebilme fırsatı da kaçırılmamış olurdu.

ABD ekonomisinin mevcut yapısının şekillenmesinde etkili olan faktörlerden biri de ABD Merkez Bankası aracılığıyla yapılan iç kurtarma operasyonlarına müsaade eden kurumsal yapıdır. Hızla yükselen finansal serbestleşme uygulamalarıyla gelişen iflasların ekonomideki menfi etkilerini azaltmak için çelişkili bir şekilde düzenleyici alandan dışlanan devletin, kurtarıcı alandaki etkinliği artırılmıştır. 1990'larda Fed'in ABD ve uluslararası ekonomiyi kurtarma operasyonu 20 Eylül 1998

¹⁹⁹ Robert Brenner, **Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon Dünya Ekonomisinde ABD'nin Yeri**, İstanbul, İletişim Yay., 2007, s. 77.

* İlginçtir ki, 90'ların ortalarına gelindiğinde aktörlerin yine aynı olduğu bir başka seferde ise "Ters Plaza Anlaşması" olarak anılan anlaşma imzalandı ve sıra Yen'in aşırı yükselmesi sonucu krizin eşiğine gelen Japon imalat sanayi ABD tarafından kurtarıldı. (A.e., s. 151-153)

²⁰⁰ Timothy Curry, Lynn Shibut, "The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences", **FDIC Banking Review**, Aralık - 2000, p. 33, (Çevrimiçi) https://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2_2.pdf, 06.11.2017.

²⁰¹ Aaron Withrow, "Developments in Banking and Financial Law:2008-2009, The Credit Crisis of 2008", **Review of Banking & Financial Law**, Boston University, Vol. 28, p.32-41, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.bu.edu/law/journals-archive/banking/archives/documents/volume28/developments1.pdf> 01.09.2017

tarihinde LTCM-Uzun Dönem Sermaye Yönetimi Kurumu aracılığıyla (on dört banka ve aracı kurumdan oluşan bir konsorsiyum için) toplam 3,6 milyar dolarlık bir kurtarma paketi ile gerçekleşti. Ardından Fed üç kez faiz indiriminde bulundu. Hisse senedi fiyatlarının yeniden canlanması, piyasa iyimserliğinin sürmesi ve mali piyasaların durmasını önlemek için ABD hükümetinin garantörü olduğu teşebbüsleri, tarihinde görülmemiş şekilde borç verme ve alma konusunda piyasaları teşvik etti. Yapılan faiz indirimleri varlık fiyatlarını ciddi oranda destekledi ve o dönemki şirket sahipleri devlet eliyle kurtarılmış oldular. Benzer kurtarma operasyonları 1987’de ABD borsasının çöküşü, 1989-93 arasında da kısa vadeli faiz oranlarının sıfıra çekilmesi ile zor duruma düşen birtakım bankaların iflası*, 1982’de Latin Amerika ve 1994-95 Meksika’nın borç krizleri ve ardından 1997-98’deki Asya krizi ile sarsılabilecek bazı finans kurumlarının korunarak büyük zararlara uğramaları engellendi. Tüm bu kurtarma operasyonlarındaki en ilgi çekici olanı 1990’lardaki genişleyen borsa balonuna karşı Fed tarafından bir müdahalede bulunulmamış olmasıdır²⁰² ki bu durum kurtarma operasyonlarının amacını somutlaştıran bir örnek olarak kayıtlara geçmiştir. 2008 yılına gelindiğinde ise bahse konu operasyonlar tarihinde görülmemiş boyutlara ulaşmıştır.

2.1.2.2. ABD’de 2008 Krizinin Gelişimi

2007 yılında ABD konut piyasalarında baş gösteren standart finansal kriz nüveleri çok geçmeden küresel düzeye ulaşarak 2008 krizinin nedenleri arasında gösterilen konuların varlığı sistemin yapısal marazlarına dikkatleri çekmiştir. Konut kredilerinin spekülasyona dönüştürülmesine izin veren sistemsel açıklar, hedge fonların ve girişim sermayesinin düzenlenmesinde yetersiz kalınması, Glass-Steagall Yasası’nın^{203*} uygulanmasına son verilmiş olması, Moody’s ve Standard and Poors

* Bkz. Ekler: Kriz Dönemlerinde ABD’de Destek Alan Kurumların Sayısı.

²⁰² Brenner, **a.g.e.**, s. 200-202.

²⁰³ “Glass-Steagall”, **Federal Reserve History**, (Çevrimiçi)

https://www.federalreservehistory.org/essays/glass_steagall_act, 07.10.2016.

* Glass-Steagall Yasası, 1929 Büyük Buhran sonrası, ABD’de 1933 yılında yürürlüğü girmiş olan ve bankacılık sistemi üzerine düzenlemeleri içerecek şekilde çıkarılmış bir yasadır. Bu yasa ile Bankacılık faaliyetleri esas konularına göre ayrılmıştır (ticari-yatırım) ve ABD finans sistemini kırılganlıklardan koruyan bir dizi düzenlemeler getirilmiştir. (**A.e.**)

gibi kredi derecelendirme kuruluşlarına bono derecelendirmesi faaliyetlerine ilişkin verilen izinler, eşik altı kredilerin kontrolünde ve denetiminde gösterilen zaafılar, belirli bir seviyeden sonrası için kaldırıcın sınırlandırılmamış olması ve çıkar çatışmalarını gözetim altında tutulamaması gibi nedenler²⁰⁴ finansal işlemlere yönelik hukuki alt yapı düzenlemelerinin ve düzenleyici kurumların sorumluluk ve yetki sınırlarının sorgulanmasına sebep olmuştur.

Finansal kurumların risk yönetimindeki başarısızlıkları krizin bilinen diğer önemli gerekçelerinden olmakla birlikte, krize ev sahipliği yapan ülke olması hasebiyle ABD hükümetinin finansal piyasalara dönük uygulamaları da küresel krizin oluşumundaki belirleyici bir gerekçeyi temsil etmiştir. Bu bağlamda finansal düzenlemeler ve yol göstermede yaşanan aksaklıklar, aşırı borçlanmaya ve riskli yatırımlara yönelen, hesap verme kabiliyetleri sınırlı kurumların varlığı ABD finans piyasalarında ahlaki tehlike ve belirsizlik sınırlarını zorlamaya başlamıştır. Krizin görünen ilk etkileri çöken konut kredisi standartları ve kredi geri ödeme kanalları, denetimsiz gelişim gösteren tezgahüstü türev ürünler ile kredi derecelendirme kuruluşlarının başarısızlıklarında gözlenmiştir. Menkul kıymetleştirme sürecinde yapılan hatalar, finansal kurumların kontrolsüzce aldıkları riskler, kaldıraç ve likidite riski ile krizin diğer sektörlere yayılma riskinin göz ardı edilmiş olması, krizin küresel bir krize dönüşmesinde oluşan kredi balonu ve konut balonları gibi gerekçeler kadar bu yapıyı legalleştiren tüm denetim ve kredi derecelendirme kuruluşları da ilgili sürecin gelişimde etkili olmuştur.²⁰⁵

2008 krizinin ABD'deki boyutu itibariyle nedenleri aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

²⁰⁴ Robert Kuttner, **Seven Deadly Sins of Deregulation and Three Necessary Reforms**, The American Prospect, September 16, 2008, (Çevrimiçi) <http://prospect.org/article/seven-deadly-sins-deregulation-and-three-necessary-reforms>, 09.12.2016.

²⁰⁵ "The Financial Crisis Inquiry Report", **National Commission**, Official Government Edition, USA, January 2011, p. xv-xxviii, (Çevrimiçi) <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>, 22.11.2016.

Tablo 2.2.: ABD’de 2008 Finansal Krizinin Başlıca Nedenleri

	Sebepler	Göstergeler
1	İhtiyati ipotek kredisi	Kolay ve bol kredi, düşük faiz oranları ve yükselen ev fiyatlarına karşın gevşeyen borç verme standartları.
2	Konut balonu	Gevşek para politikası ile konut fiyatlarının sürdürülemez seviyelere yükseltilmesine izin verilmesi.
3	Küresel oransızlık	Dış fazla veren ekonomilerin varlığına karşın ve ABD'nin artan dış açığı ve içerde kamu-özel borç yükünü artması.
4	Menkul Kıymetleştirme (Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler)	İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin mülkiyetinin yaygın olarak dağıtılması (Likit olmayan finansal varlıkların sermaye piyasalarında alım-satım yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesinde yaşanan sorunlar.)
5	İpotek finansmanında şeffaflık ve hesap verilebilirlik eksikliği	Kötü ipoteklerin yaratılması, toksik menkul kıymetlerin satılabilmesinde sürece müdahil olan tüm tarafların (brokerlar, emlakçılar, derecelendirme kuruluşları, bireyler ve diğer katılımcıların) hesap vermek zorunda olmayışları ve kazançlarından daha yüksek olan risklere göz yumarak, çıkarlarını sistemin çökmesine tercih etmiş olmaları.
6	Derecelendirme kuruluşları	Değersiz ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracına yüksek reytingler verilmesi ve piyasaların bu kurumlara bağımlılığı.
7	Gerçeğe uygun değerlemenin muhasebeleştirilmesi	Finansal muhasebe standartlarının gerektirdiği, kurumların sahip oldukları menkul kıymetlerin gerçeğe uygun (cari piyasa) değerini bildirmeyişleri ve böylelikle piyasalarda oluşan kayıpların piyasa güvenini zayıflatıp, bankacılık sistemi sorunlarını daha da kötüleştirilmesi.
8	Deregüle Mevzuat	Gram-Leach-Bliley Yasası ve Emtia Vadeli İşlemleri Modernizasyon Yasası gibi yasalarla piyasa disiplininin sağlanmasına ya da kendi kendini düzenlemeye olan aşırı inanç ile finansal kurumların büyük ölçüde düzenlemeye tabi olmayan riskli işlemlerde bulunmalarına izin verilmesi.
9	Gölge bankacılık sistemi	Önceleri bankalarla sınırlı olan riskli finansal faaliyetler (kaldıraç kullanımı vb.), devlet güvenlik ağı dışına taşınması ile başta ipotek kredilerinin bankalarca yönetilmeyen kurumlara devredilerek denetimsiz bir risk alanının oluşumuna izin verilmesi.
10	Banka dışı işlemler	Bankacılık sistemi dışındaki kurumlar borçlanmaya ve borç vermeye dayanan finansal pozisyonlar kurdukça, banka dışı işlemler ile likidite riskine karşı savunmasız hale gelmeleri.
11	Bilanço dışı finansman	Bankalarca riskli spekülatif yatırımlar için özel amaçlı kuruluşlar tesis edilerek, genişleme döneminde daha fazla kredi sunulması ve bankaların potansiyel zararlara karşı daha az sermaye bulundurmalarına izin verilmesi. Bu durumun krizin başlamasıyla birlikte, bankaların kredi itibarına olan piyasa

		güvenini azaltan, şarta bağlı yükümlülükler yaratarak yatırımcıların bankaların gerçek finansal durumlarını anlayabilmelerini sınırlandırmış olması.
12	Devlet zoruyla düşük gelirliilere yüksek faizli kredi	Devletin düşük gelirli borçlulara yardım etmek için bankaları tedbirsiz ipotek kredisi vermeye mecbur bırakması.
13	Risk yönetimi sistemlerinin başarısızlığı	Bazı firmaların piyasa riski ve kredi riski analizlerini ayırması ve bu ayrımın risklerin ayırt edilemez olduğu karmaşık yapısal ürünler için uygun olmayışı.
14	Finansal yenilik	Yapılandırılmış finansmanda hızla gelişen yeni araçlar strese girdiğinde piyasa altyapısının bu strese yanıt verecek yeterli uyum süresine sahip olmaması. Bu araçların pazarlara uyum sağlamasına ve olgunlaşması için gerekli olan zamanın tanınmaması. Bu durumun muhasebecilerin, düzenleyicilerin, derecelendirme kuruluşlarının ve tasfiye sistemlerinin yeni araçlara karşı yabancı kalmasına sebep olması.
15	Karmaşıklık	Belirli finansal araçların karmaşıklığının yatırımcıların yatırımların esası hakkında bağımsız karar verememelerine, piyasa işlem risklerinin gizlenmesine ve düzenleyicilerin etkinliğini yitirmesine sebep olan etkiler doğurması.
16	İnsan zafiyeti	Yatırımcıların her zaman en uygun seçimleri yapmalarını engelleyen sınırlı rasyonellik ve sınırlı öz denetimlerine karşın düzenleyicilerin insanların karmaşıklığını daha iyi anlamlandırmalarına yarayacak usullerle ve finansal ihtiyatı güçlendirerek, onlara yardımcı olmayışları.
17	Kusurlu bilgisayar modelleri	İpoteklere bağlı karmaşık yapısal ürünlerin performans beklentilerinin sadece birkaç on yıllık veriye dayanması ve yüksek faizli krediler içinse veri yetersizliğinin olması.
18	Aşırı finansal kaldıraç	2000 sonrası düşük faiz oranları ve bol sermaye ile düşük sabit gelir getirilerinin telafisi için yatırımcının sermaye geri dönüşünü artırmak adına aldıkları borçta aşırı kaldıraç oranlarının varlığının konut krizinin etkisini büyütmesi.
19	Rahat kaldıraç düzenlemesi	ABD sermaye piyasası kurulunun 2004 yılında net sermaye kuralını serbest bırakarak yatırım bankası şirketlerinin yüksek kaldıraç oranlarına ulaşmalarını sağlaması ve büyük yatırım bankalarına uygulanan programının gönüllü ve etkisiz oluşu.
20	Kredi Temerrüt Takasları (CDS)	Risk yönetimi için geliştirilen kredi türev araçlarının büyümeye devam etmesi ve finansal mühendislik yardımı ile daha sofistike hale gelerek spekülasyon işlemleri aracına dönüşmesi sonucu kredi türevleri riskini hafifletmek yerine artırması.
21	Tezgah üstü türev ürünler	Kredi swapları da dahil tezgah üstü türev ürünlerin yeterince düzenlenmemiş olmasının piyasaları risk varlığıyla ilgili sınırlı bilgiye maruz bırakması ve belirsizlik nedeniyle panik durumunun artması (Bear Stearns ve AIG’de olduğu gibi).

22	Parçalı düzenleme sistemi	Her biri belirli bir finansal kurumunun sorumluluğunda olan birçok kurum ile mali düzenlemeye başvurulması arasında dağıtılması ve ortaya çıkan sistemsal sorunları izlemek için hiçbir kurumun iyi konumlanamayışı.
23	Sistemik risk düzenleyicisinin olmaması	Düzenleyicilerin önemli finansal kurumlar üzerinde sistemik olarak kapsamlı bir yetkilerinin olmayışı ve Fed'in varsayılan olarak sistemik risk düzenleyici rolüne sahip olmasına karşın yatırım bankalarını, hedge fonları, banka dışı türev satıcılarını vb. denetleme yetkisinin olmayışı.
24	Kısa vadeli teşvikler	Finans kuruluşları yöneticilerinin prim olarak tazminatlarının büyük bir kısmını yıllık ikramiye şeklinde almalarının her 5-10 yılda bir başarısızlıkla sonuçlanabilecek riskli stratejilerden kaçınmak teşvikini engellemesi ve bunun yöneticilerin bireysel çıkarlarını her yıl temin edebildikleriyle uzun vadeli pozisyon almalarında bir gerekçelerinin olmamasını desteklemesi.
25	Kuyruk riski (gerçekleşme ihtimali yüzde yarımından az olarak hesaplanan durumlar)	Yatırımcıların ve risk yöneticilerinin normal piyasa koşullarında küçük kazanımlar yaratan düşük olasılıklı finansal olaylara karşı aldıkları pozisyonların kriz esnasında büyük kayıplara neden olması. Piyasa katılımcılarının bu tür potansiyel kayıpların tam olarak nerede ve ne kadar büyük olduğunu bilmemekle birlikte sistem genelinde yayıldığını bildiklerinden, piyasalar stres altına girdiğinden belirsizlik ve korkunun daha da artması.
26	Kara Kuğu Teorisi	Krizin nadir faktörlerinin bir araya gelmesinden kaynaklanması ile nüklere karşı düzenleyici engeller oluşturma'nın pratik görülmemesi. (Alan Greenspan'ın 23.02.2008'de House Committee on Oversight and Reform'da sunduğu gibi.)

Kaynak: Mark Jickling, 2010²⁰⁶

2008 krizi mikro düzeydeki kurumsal faktörler ve makroekonomik süreçlerin kendine özgü kombinasyonları ile gelişmiştir. Finansal krizin oluşumunda etkili makroekonomik koşulların başında ABD'de yaşanan parasal genişleme, yüksek tasarruflu ülkelerden ABD menkul kıymetler piyasasına (özellikle hükümet bono piyasasına) büyük sermaye girişi, ABD'de konut kredilerinin patlaması ve ABD hane halkının yüksek düzeydeki borçluluğu olarak sıralanabilir. Kriz öncesi dönemde oluşan mikro düzeydeki kurumsal faktörler ise hatalı kredi riski ve varlık değerlendirme modelleri, yetersiz mali denetim ve düzenleyici işlemler, hızla büyüyen varlıkların

²⁰⁶ Mark Jickling, "Causes of the Financial Crisis", **Congressional Research Service**, 7-5700, CRS Report for Congress, 9.04.2010, p.5-10, (Çevrimiçi) <http://www.au.af.mil/au/awc/awcgate/crs/r40173.pdf>, 24.04.2019.

menkul kıymetleştirmesi, yeni yapılandırılmış finansal ürünler ve hedge fonlarının çıkışı olarak sıralanabilir.²⁰⁷

Tablo 2.3.: Hanehalkı Kredileri ve Borçlanma Senetlerinden Doğan Toplam Borçların GSYH'ya Oranı

(% - Seçili Ülkeler İçin)

YIL	Yunanistan	Türkiye	Arjantin	Brezilya	İspanya	B. Krallık	Almanya	ABD
2000	13,95	4,02	6,58	12,58	45,50	61,32	70,92	70,59
2001	18,09	2,02	6,09	10,06	47,21	62,90	69,84	74,27
2002	22,47	1,85	3,44	9,61	51,05	67,10	69,63	78,86
2003	26,29	2,86	2,56	9,17	56,49	72,35	70,01	84,72
2004	31,76	4,74	2,66	10,53	63,23	77,19	68,60	88,88
2005	39,72	7,17	3,14	12,24	70,52	83,06	67,57	92,27
2006	45,28	9,01	3,80	13,45	77,73	85,27	65,05	96,37
2007	51,35	11,24	4,67	15,44	81,36	89,05	61,14	98,63
2008	55,56	12,38	4,86	17,28	82,12	92,15	59,39	96,11
2017	56,98	17,00	6,98	24,69	61,24	86,26	52,73	77,66
2009	57,84	14,01	4,89	19,04	84,24	93,31	61,70	96,74
2016	60,75	17,56	5,98	25,75	64,47	85,38	52,86	78,04
2010	61,08	16,06	4,83	21,58	83,74	95,73	59,03	91,57
2015	62,21	17,80	6,35	27,62	67,95	84,81	53,21	77,72
2014	63,15	18,65	5,72	24,08	72,96	86,52	53,99	79,76
2011	63,70	17,12	5,35	22,75	82,01	93,09	56,92	87,37
2012	64,58	18,18	5,88	24,11	80,87	90,22	56,31	83,88
2013	65,08	19,59	6,19	25,89	77,34	88,88	55,36	81,74

Kaynak: IMF, 2018.

Sınırlı bir şekilde karşılaştırıldığında, düşük ve orta gelirli ülkelerin geçmiş finansal kriz deneyimlerinin, ABD örneği üzerinden, gelişmiş bir ekonomide yaşanabilme ihtimaline yönelik analizler göstermektedir ki iktisadi olarak var olan pek çok ayrışmaya karşın her iki grupta da finansal krizlerin etkileri itibariyle bir takım benzerlikler bulunmaktadır. Öte yandan, krizin etkilerinin iyileştirilmesinde gelişmiş ekonomilerin belirgin avantajları bulunmakla birlikte, politik tercihlerinde tıpkı düşük ve orta gelirli ülkelerde olduğu gibi antidemokratik ve kayırmacı uygulamalar görülebilmektedir.²⁰⁸

²⁰⁷ Lucjan T. Orlowski, "Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble?", **Discussion Paper**, Economics E-Journal, No. 2008-43, Aralık 18, 2008 p.3, (Çevrimiçi) <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2008-43/file>, 13.11.2017

²⁰⁸ Dufour, Özgür Orhangazi, **a.g.e.**, p.14.

Ancak bunun yanında tıpkı geçmiş kriz deneyimlerinde olduğu gibi ABD ekonomisi reel ekonomide uluslararası daralmadan doğabilecek risklerle bugün de karşı karşıyadır.²⁰⁹ Küresel ekonominin yapısını belirleyen en önemli sistem kuruculardan biri olmasına karşın, ABD ekonomisi sistemin kendi kendine doğurduğu marazlardan da yine en büyük zararlar çıkacak olan ülkelerin başında yer almaktadır. Amerikan kapitalizmi deneyimi dünyanın diğer yerlerindeki kapitalizm uygulamasından farklı olduğu 2008’de süregelen pek çok uygulamada test edildi. Özellikle 90’ların sonu ve 2000’lerin başında yaşanan şirket skandalları ve bunların yanı sıra tercih edilen kamu politikaları, bu uygulamalara sunulabilecek en bariz örneklerin başında gösterilebilir.²¹⁰

Düşük ve orta gelirli ülkelerdeki finansal krizlerin etkileri üç geniş bulgu ile açıklanmaktadır. Bunlardan ilki, emek faktörü krizlerin yükünü orantısız bir şekilde taşıırken, sermaye bu durumdan çok çabuk kurtulur. Zira eşitsizlik ve yoksulluk arttıkça işsizlik artışı, reel ücretler ve emeğin gelirdeki payı da azalmaktadır. İkinci olarak finansal krizlerin ardından uygulanan hükümet politikalarının çoğu kez toplumun daha geniş kesimlerini ilgilendiren yaptırımlara rağmen, tercihin sermayeden yana kullanılması ile şekillenmesidir. Üçüncüsü ise uluslararası sermayenin mali krizlerden faydalanarak zararına satış fiyatlarından finansal ve finansal olmayan varlıkları kullanabilme durumlarıdır. Krizin etkilerinden sermaye genel olarak hızla toparlanabilmişken, krizin yükü işgücünü ve toplumun yoksul kesimlerini orantısız bir şekilde etkileyerek, bu kesimlerin toplumsal temsil gücünü de zayıflatmaktadır.

ABD hükümeti ise düşük ve orta gelirli ülkelerin faaliyetlerini finanse etme kabiliyeti ve politika oluşturma konusunda sahip olduğu engeller ile aynı kısıtlara sahip değildir. Buna rağmen ABD özelinde finansman maliyetlerinin çarpıcı bir şekilde artmadığı ancak tıpkı gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi 2008 krizi ile ABD’nin mevcut iktisadi politikalarının nüfusun daha yoğun olduğu, özellikle de toplumun daha fakir kesimlerinin çıkarlarına rağmen büyük finansal kurumları ve

²⁰⁹ Brenner, **a.g.e.**, s. 323.

²¹⁰ **A.e.**, s. 341.

diğer şirketleri kurtarmak üzere tasarlandığı görülmektedir. Bu durum genel olarak, uygulanagelen kapitalizmin kurumsal yapısının ve beraberindeki hükümet politikalarının toplumun genel ve yüksek gelirli sermayesini elinde tutan kesiminin çıkarlarını kollayarak*, krizden çıkmasına yardımcı olduğu yönündeki yaygın kanaati desteklemektedir.²¹¹

Tüm bu gelişmeler doğrultusunda 2008 küresel krizinin ABD merkezli olması, dikkatleri Anglo-Sakson ülkelerin iktisadi krizlerine çekmiştir:

(i) Ülkeler arası siyasal faktörlerden kaynaklı yönetsel farklılıklar dışlanarak, krizlerin oluşumu ve sonrasındaki etkileri açısından Kara Avrupası ülkeleri başta olmak üzere diğer gelişmiş ekonomilerle mukayese edildiğinde Anglo-Sakson ülkeleri finansal krizlere karşı farklı reflekslere sahiptirler.

(ii) ABD ve İngiltere'nin Anglo-Sakson kapitalizmi ile Avusturalya ve Kanada'nın kapitalizm uygulamaları arasında son yaşanan finansal krizin gelişimi ve sonuçları açısından da farklılıklar bulunmaktadır. Deregülasyonlarla finansal ve konut kredileri piyasalarını orantısız liberalleştiren ABD ve İngiltere ekonomileri finansal kırılganlıklara ve krizlere daha açık hale gelmişken, piyasalarını daha sıkı denetimlerle düzenleyen Avusturalya ve Kanada ise finansal krizlere karşı daha güçlü bir bağımsızlık geliştirebilmişlerdir (2008 krizinde ABD ve İngiltere bankalarının borsa değeri düşerken, Kanada ve Avusturalya bankalarının borsa değeri yükselmesi bu duruma gösterilebilecek somut bir örnektir.)

Sonuç olarak, alınan tedbirler ve düzenlemeler ile Fed'in 2007'den itibaren ekonomik büyümeyi teşvik etmek amacıyla genişleyici bir para politikası izleyerek kredi genişlemesi yoluyla ucuz ve kolay elde edilebilir nakit ile büyümenin

* Kriz öncesi %5'lerde seyreden işsizlik oranlarının krizin etkileriyle birlikte çift haneli rakamlara ulaşmış olması, emeğin gelirden aldığı payın gittikçe azalması, hızla artan iş kayıpları oranı ile düşen istihdam ve işgücüne katılım oranları gibi unsurların toplumdaki emek faktörünün krizden ne denli derin etkilenebileceğini açıklamaya yetmemektedir. Sistemin kendisinin toplumun dezavantajlı grupları aleyhine bilinçli maraz üreten taraflarının olduğu görülmektedir. Hükümetin başarısız finans kuruluşlarını ödüllendircesine güçlendirme gayreti ve çoğunluğun çıkarlarına karşı finans sektörünü tercih etmesinin altında yatan temel gerekçelerin objektif incelemelerle ve disiplinlerarası bir yaklaşımla aydınlatılması gerekmektedir.

²¹¹ Dufour, Özgür Orhangazi, a.e..

sağlanabilmesine yönelik uygulamalarının üretim kanalında ve yatırım düzeylerinde beklenen artışı sağlayamadığı gözlenmiştir. Sadece ABD özelinde değil, benzer uygulamalara yönelen pek çok ekonomi hedef büyüme trendini beklenen zaman içinde elde edemezken, krizin etkileri öngörülenden de uzun sürmüştür.*

2008 küresel finansal krizi takip eden ilk on yıl içinde krize dair belirsiz alanların netleştirilmesi ve etkilerin zayıflaması ile daha iyi çözümler yapılabilmesi için bir avantaj elde edilmiş oldu. Ancak görünen o ki yaşanan her yeni finansal kriz, krizlerin yönetimine yönelik deneyim ve bilgi birikimini zenginleştirirken, bu krizden direkt etkilenen ekonomilerin sorunlarının kalıcı çözümleri için yeterli donanım elde edilmesine hizmet edemedi. Ulusal ekonomiler yaşanan bu kriz ile gelişen çıktı kayıplarından kalıcı hasarlar gördüler ve artan kamu borcu, yetersiz politik destek sorunu ve devlet müdahalelerinin getirdiği belirsizlikler krizin geriye kalan yükü (kriz maliyeti) olarak taşınmaya devam etti. Ülkeler halen krizlerin nasıl tahmin edilebileceği, nasıl önleneceği ve nasıl en iyi şekilde yönetilebileceğini çalışmayı sürdürüyorlar. Tüm bu gayretlerin verimli olabilmesi için ise bankacılık krizleri başta olmak üzere deneyimlenmiş tüm finansal krizler için nitelikli verilerin elde edilmiş olması²¹² ve çapraz takip usulüyle incelenmesi gerekmektedir.

* Bkz. Ekler: Bölgesel Yatırım Düzeyleri.

²¹² Luc Laeven and Fabian Valencia, “Systemic Banking Crises Revisited”, **IMF Working Paper**, WP/18/206, September 2018 p.25, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/09/14/Systemic-Banking-Crises-Revisited-46232>, 12.04.2019.

Tablo 2.4.: 2008 Krizi Öncesi ve Sonrası Büyüme Oranları

(%)

Ülke	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ABD	3,35	2,67	1,78	-0,29	-2,78	2,53	1,60	2,22	1,68	2,57	2,86
Almanya	0,71	3,70	3,26	1,08	-5,62	4,08	3,66	0,49	0,49	1,93	1,74
Arjantin	8,85	8,05	9,01	4,06	-5,92	10,13	6,00	-1,03	2,41	-2,51	2,73
B. Krallık	3,10	2,46	2,36	-0,47	-4,19	1,69	1,45	1,48	2,05	3,05	2,35
Brezilya	3,20	3,96	6,06	5,09	-0,13	7,54	3,99	1,93	3,01	0,51	-3,55
Endonezya	5,69	5,50	6,35	6,01	4,63	6,22	6,17	6,03	5,56	5,01	4,88
Fransa	1,61	2,37	2,36	0,20	-2,94	1,97	2,08	0,18	0,58	0,95	1,07
G. Afrika	5,28	5,60	5,36	3,19	-1,54	3,04	3,28	2,21	2,49	1,85	1,28
Hindistan	9,28	9,26	9,80	3,89	8,48	10,26	6,64	5,46	6,39	7,41	8,15
İtalya	0,95	2,01	1,47	-1,05	-5,48	1,69	0,58	-2,82	-1,73	0,11	0,95
Japonya	1,66	1,42	1,65	-1,09	-5,42	4,19	-0,12	1,50	2,00	0,37	1,35
Kanada	3,20	2,62	2,06	1,00	-2,95	3,08	3,14	1,75	2,48	2,86	1,00
Katar	7,49	26,17	17,99	17,66	11,96	19,59	13,38	4,69	4,41	3,98	3,66
Mısır	4,47	6,84	7,09	7,16	4,67	5,15	1,76	2,23	2,19	2,92	4,37
Pakistan	7,67	6,18	4,83	1,70	2,83	1,61	2,75	3,51	4,40	4,67	4,73
Rusya	6,38	8,15	8,54	5,25	-7,82	4,50	5,28	3,66	1,79	0,74	-2,83
Türkiye	9,01	7,11	5,03	0,85	-4,70	8,49	11,11	4,79	8,49	5,17	6,09

Kaynak: World Development Indicators, Dünya Bankası (Güncelleme Tarihi: 03.21.2019)

2.2. 2008 KRİZİNDE UYGULANAN FİNANSAL MÜDAHALELER

2008 krizi deneyimi özelinde özellikle ABD ve AB ekonomilerinin kriz müdahaleleri karşılaştırıldığında elde edilen sonuçlar finansal sisteme atfedilen önemin derecesini yansıtmaktadır. Krizin finansal piyasalardan kaynaklı olduğu yönündeki kanaatler iyileştirmeye dönük müdahalelerin de ilk olarak bu alanda gerçekleşmesi sonucunu doğururken, bu tercihin uygulanma usullerindeki farklar da ülkeler arası kapitalizm uygulamalarına yönelik temel farklılıkları sergilemektedir.

Mevcut küresel yapıda sürdürülebilir kalkınma hedefleri finansal piyasalar dışlanarak tasarlanamayacağı için küresel olarak sürdürülebilir bir finansal sistemin arayışından vazgeçilmemesi anlaşılabilir bir durumdur. Bu bağlamda sürdürülebilir bir

finansal ekonomi için sermayenin hareket kabiliyetinin artışına dikkat çekilerek ekonominin harekete geçirilebileceği beklentisi ile finansal sistemin kurgusunda sürdürülebilir kalkınmanın önemi dört temel unsura bağlanmaktadır. Böylelikle ilgili kurgu ile de olabilecek en temel makroekonomik hedef bütünleşmektedir. Bu unsurlar finansal sistemdeki yetersiz risk yönetiminin ve inovasyon teşvikinin önemi ile dışsallıkların değerlendirilmesi ve politika tutarlılığının sağlanmasından oluşmaktadır. Bu doğrultuda UNEP (UN Environment Programme) sürdürülebilir bir finansal sistem için *“piyasa uygulamalarını artırmak, özel sermayenin kamu maliyesi ile güçlendirilmesi, finansı politika aracılığıyla yönlendirmek, yönetim mimarisinin/kurgusunun düzeyinin yükseltilerek iyileştirilmesi”* temel unsurundan oluşan bir önlem paketi geliştirmiştir.²¹³

2.2.1. Krize Yönelik İlk Müdahale Usulleri

2008 finansal krizi, pazarları sarsmaya başladıktan sonra, politika yapıcılar geniş kapsamlı kriz yönetimi kurallarını takip etmeye yönelmişlerdir. İlk adım paniğin yayılmasını engelleme (sınırlandırma aşaması), ardından onarma (çözüm aşaması) süreçleri şeklinde geliştirildi. Gerçekleşen müdahaleler genellikle baskıyı hafifletmek için likidite desteğiyle başladı ve sonra yeniden sermayelendirme ihtiyaçlarını belirlemeyle ve karşılamayla devam edildi.

Krizin yayılmasını önlemek adına benzer adımlar atıldı ve geleneksel olan ve olmayan yollarla likidite desteği sağlama yoluna gidildi. Krizin ilk safhalarında, 2007'nin sonu itibarıyla hemen takas hatları kuruldu ve krizin yayılmasıyla diğer merkez bankaları da buraya dâhil edildi. İlk müdahaleler şu şekilde belirdi:

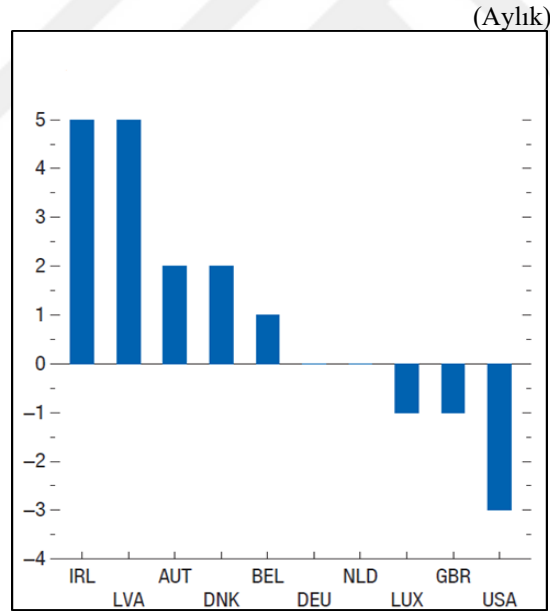
- i. Teminatlı borç verme ve diğer düzenlemelerle likidite sağlama
- ii. Kısa vadeli toptan fon piyasalarına destek
- iii. İyi performans göstermeyen veya likit olmayan varlıkların alımları veya takası
- iv. Bankalara sermaye enjeksiyonları

²¹³ Simon Zadek, “Imagining a Sustainable Financial System”, **Re-imagining Capitalism**, Ed. Dominic Barton, Dezső Horváth, Matthias Kipping, Oxford University Press, 2016, New York, pp:198-200.

2.2.2. Krize Yönelik İleri Müdahale Usulleler ve Takip Eden Gelişmeler

İlk müdahale usulleri benzerlik gösterse de ileri karar aşamaları ABD ve AB ekonomileri arasında farklılık göstererek, düzenleyici ve denetleyici yapıda temelde belirgin ayrışmaların olduğu gözlemlendi. Örneğin, ABD’de yeniden sermayelendirme planları Avrupa ülkelerinden hem daha hızlı uygulandı hem de yapılan eylemler daha belirleyici oldu. Ancak bunun altında yatan temel saik krizin etkilerinin ABD’deki vahameti, henüz AB’de krizin etkilerinin ABD’deki düzeyde hissedilmemiş olması ve ABD piyasalarının kriz öncesindeki düzenleyici ve denetleyici yapının zayıflığı ve etkisizliği idi.

Grafik 2.1.: Yeniden Sermayelendirme Süresi

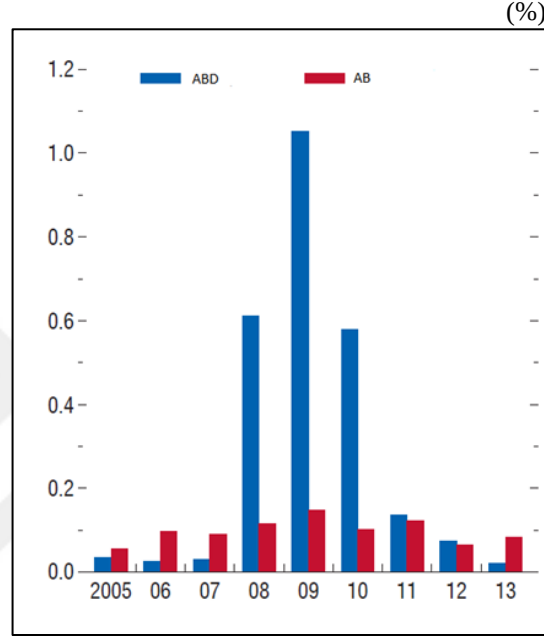


Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2018 Oct.*

* 2008 krizini baz alan bu hesaplamada zamanlama, likidite desteğinin yaygınlaştığı anlar ile yeniden sermayelendirmenin uygulanması arasındaki aylarla ölçülmüştür. (Kaynak: “World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth”, **International Monetary Fund**, Occasional Paper, Washington DC, October 2018, p.94, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/publications/WEO>, 08.04.2019.)

ABD’de bankalar, krizin başlarında yeni özsermaye ihraç ederek aşınmış sermaye tabanlarını doldururken, ilgili dönemde AB’de eşleştirme çabası henüz oluşmamıştı.

Grafik 2.2.: Bankalarca İhraç Edilen Yeni Hisselerin Oranı



Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2018 Oct.

FED ve diğer düzenleyici kurumların desteğiyle ABD bankaları sermaye artırımına zorlanmışlardır. AB bankalarına ise risk ağırlıklı sermaye oranlarını artırmaları talimatı verilmiş olmasına rağmen bunun nasıl yapılacağı konusundaki seçeneklerin açık bırakıldığı gözlenmektedir. Bu süreçte sıkı finansman koşulları ve daha geniş belirsizlikle karşı karşıya kalan bankalar bir süre borç vermeyi yavaşlatarak, devlet borçlarını azaltmayı tercih etmişlerdir.

Yapılan stres testleri ile ABD’de Denetleyici Sermaye Değerlendirme Programı, sisteme ait kurumların çözülebilirliği konusundaki belirsizliği ele almayı amaçlarken, bir yandan da Hazine Bakanlığı uygun bankalara sermaye sağlamayı taahhüt etti. ABD’deki test sonuçları, banka bazında halka açık tutuldu. AB’de ise Avrupa Bankacılık Denetleme Kurulu Komitesi gerçekleştirdiği iki testten yalnızca ikincisini yayınlarken, ilk testin sonuçları gizli tutuldu. Sonuçların açık tutulmasının piyasalara gerekli bilgiyi sağlaması açısından IMF tarafından önemli bir adım olarak

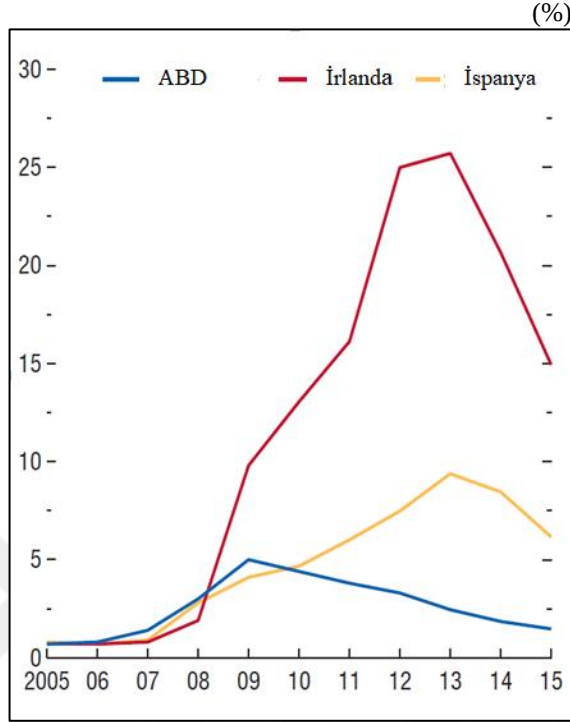
değerlendirilse de, sonuçları itibariyle piyasaların bu bilgiyi algılamada geciktiği gözlenmiştir.

Öte yandan ilk etapta ABD'nin aksine AB'de yeni oluşturulan Avrupa Finansal İstikrar Tesisi (EFSF) doğrudan bankalara yatırım yapmak yerine tahvilleri satarak üye devletlere fon sunabilmek üzere adımlar attı.

2008 krizi üzerinden ABD ile AB deneyimleri arasındaki mukayesede kıtalar arası farkları ait oldukları ülke lehine sunmakta yarışan küresel kurumlar, kamuoyuna karşı bir tür güven tazeleme gayreti sergilemişlerdir. Bu bağlamda krizin merkez üssü konut piyasaları olduğu için endemik hale gelen ipotek temerrütleri için ABD'de ev sahiplerine yardımcı olmak adına 2009'da Making Home Affordable programı başlatıldığı ancak buna karşılık AB özelinde ise birlik üyelerini kapsayıcı benzer bir program uygulanmadığının altı ilgili küresel kurumlarca sıklıkla çizilmiştir. Benzer şekilde ABD'de sıkıntılı bankalara çözüm sunmak üzere kurgulanmış, bağımsız olarak hareket edebildiği iddiası ile yerleşik karar yetkisine sahip FDIC'in başarısız bankalara hızlı bir şekilde çözüm üretilmesi üzerine devreye girdiği bilgisi ayrıntılarıyla küresel piyasalara aktarılmıştır.

Krizi izleyen yıllarda gerek piyasaların normalleştğine dair göstergelerdeki iyileşme dereceleri, gerekse krizi yaratan unsurların kalıcı olarak iyileştirilme gücü dikkate alındığında küresel göstergelerden ziyade bölgesel göstergelere dikkat çekilmektedir. Örneğin IMF özelinde ABD ekonomisi İspanya ve İrlanda ile mukayese edilerek banka kredileri, özel yatırımlar, özel tüketim ve büyüme oranları kriz sonrası gelişim göstergeleri olarak sunulmuştur. ABD'nin daha hızlı ve daha güçlü bir şekilde toparlandığı iddiasıyla, IMF 2018'deki bir raporunda *'Tahsili gecikmiş alacak oranları ABD'de olduğundan daha fazla artmıştır ve yüksek kalmaktadır.'* şeklinde yaptığı yorumla ilgili piyasalar ile ABD ekonomisi karşılaştırılmıştır. Bu karşılaştırmaların ABD ile benzer piyasa özelliklerine sahip olmayan ekonomiler üzerinden yapılmış olması ise IMF'nin analizlerindeki taraflılığına yönelik bir örnek olarak gösterilebilmektedir.

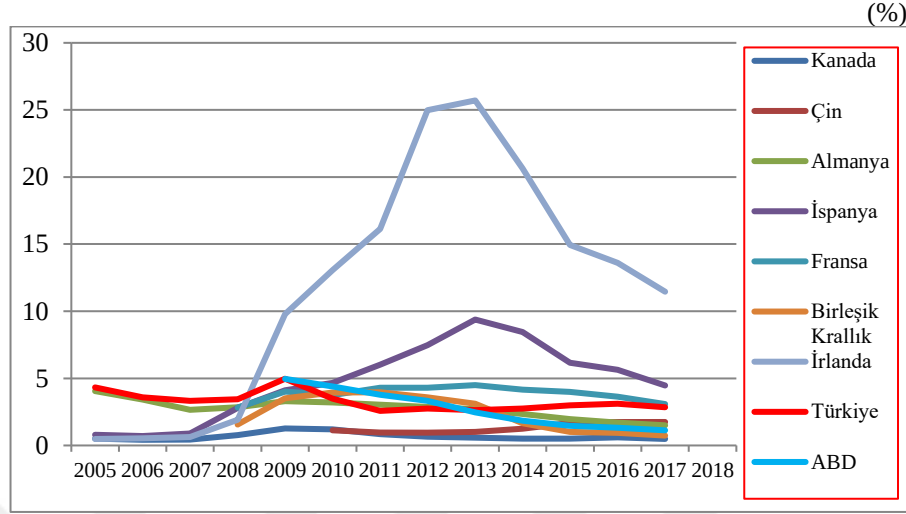
Grafik 2.3.: Tahsili Gecikmiş Alacak Oranları



Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2018.

Birçok Avrupa ülkesi krizin başlamasından on yıl sonra dahi büyük değer düşüklüğüne uğramış varlık stoklarıyla mücadeleye devam etti. Küresel kriz de dahil pek çok faktörün bir araya gelmesi ile Avrupa para birliğinin eksik yapısal unsurlarına yönelik eleştiriler gündeme geldi ve küresel krizi takiben Avrupa’da bankaları ikinci bir şok dalgasına maruz bırakan yeni bir borç krizi gelişmiş oldu. Borçların geri dönüş kapasitesinin giderek zayıflamasının ardından derin ve uzun süreli ekonomik gerileme, kredi temerrütlerinde bir artışa ve büyük şirket ve hanehalkı borçlanma riskine neden oldu. Dönmeyen krediler çoğunlukla, Avrupa’nın üretim ve istihdamının neredeyse üçte ikisine oluşturan ve büyük firmalara kıyasla banka finansmanına daha fazla güvenme eğiliminde olan küçük ve orta ölçekli işletmelerde yoğunlaştı.

Grafik 2.4.: Tahsili Gecikmiş Alacakların Toplam Banka Kredilerine Oranı



Kaynak: Dünya Bankası

Genel olarak banka tabanlı finansal sistemlere sahip olan birçok Avrupa ülkesinde küçük ve orta ölçekli işletmelerdeki borç artışının yoğunlaşması bankaların sorunlarının ve borç aşımalarının yatırım ve tüketim üzerindeki etkisinin daha da artmasına sebep oldu. Yetersiz sermaye tamponları, teminat değerlemesi ve tahsili geciktirici kredilerin muamele edilmesi, borçların uygulanmasındaki yasal engeller, kredinin yeniden yapılandırılması ve haciz edilmesi ile sıkıntılı borç piyasalarının yetersizliği, kredi uyumsuzluğunun çözülmesinin önündeki en büyük engeller olarak belirmiştir.²¹⁴

2.2.3. Krizin Politika Tercihine Etkileri

Geçmiş kriz dönemlerinde uygulanagelen para yönetimi tercihleri ile 2008 krizi arasındaki farklar dikkate alındığında, 2008 krizi ile gelişmiş olan deneyim krizin gelişim ve iyileştirme sürecindeki küresel kabuller ve uygulamalar ile somutlaşmaktadır. Bu bağlamda 2008 krizi ile birlikte gelişen finansal istikrara yönelik önceliklendirilmiş farkındalık, niceliksel genişlemeye dönük deneyimler, hükümetlerin kamu teşviki ve kurtarma paketlerini kullanmaktaki saikleri, para politikası uygulamalarının reel ekonomideki yansımaları ve merkez bankalarının kriz

²¹⁴ IMF Occasional Paper, 2018, a.g.e. p.93-96.

dönemindeki küresel ittifakı ilgili deneyimin öncelikle somutlaştırılabilecek konuları arasında yer almaktadır.

2008 küresel krizi özelindeki bu deneyimin en önemli pratiklerinden biri finansal istikrar konusudur. Bu krizle birlikte finansal istikrarı sağlamak için öncelikle fiyat istikrarının tesis edilmesi gerekliliği²¹⁵ kanısı sarsılmıştır ve merkez bankaları bu konudaki politikalarını gözden geçirmek zorunda kalmışlardır. Özellikle orta ve uzun vadeli etkileri itibariyle finansal istikrarın makro iktisadi dengeleri alt üst edebilecek bir etkiye sahip olduğu deneyimlenmiştir. Uygulamalar birden fazla politika aracının aynı anda muhtemel tüm etkileri dikkat alınarak takip edilmesini gerekli kılarken, bu iktisadi saiklerin yanı sıra merkez bankalarının siyasal beklentilerin belirlediği süreçleri de eşanlı yönetebilme yetisi daha yaygın tartışılır duruma gelmiştir. Öncelikle fiyat istikrarına odaklanan merkez bankalarının 2008 krizi sonrası aynı zamanda makro iktisadi sistemde kırılmalara sebebiyet verebilecek finansal sistem risklerini de hesaba katmalarını gerekli kılan politika arayışlarına girdikleri gözlenmiştir.

Yetersiz kaldığı görülen ani düzenleyici adımların geri planında gelişmiş finans piyasalarına sahip ekonomilerin kamu ve özel sektör bilançolarındaki orantısız bozulmanın etkileri görüldü. Bu durum ekonomilerin olası kriz önlemlerini etkisiz kılmaktaydı. (2008 krizini takip eden uzunca bir süre kurumlar bütçe düzeltme faaliyetlerine devam etmek zorunda kaldılar.) Merkez bankacılığı açısından zorlayıcı bir süreç olan bu durum, kırılmanın giderek yükseldiği ve kısa vadeli varlık artışlarının yaşandığı piyasalarda sermaye akımları üzerinde belirsizliklerin oluşmasına sebep oldu.

Bu kriz ile küresel riskin yükselmesi sonucu finans piyasalarında gelişecek bir kırılma durumu ülkenin ilerleyen süreçlerde nasıl derin bir makroekonomik istikrarsızlığa maruz kalacağı deneyimlenmiş oldu. Dolayısıyla, yaşanan bu gelişmeler geleneksel para politikası uygulamalarının dışında, şoklara karşı hızlı reflekslerin geliştirilebilmesi için mevcut para politikasının daha esnek olması gerekliliğini

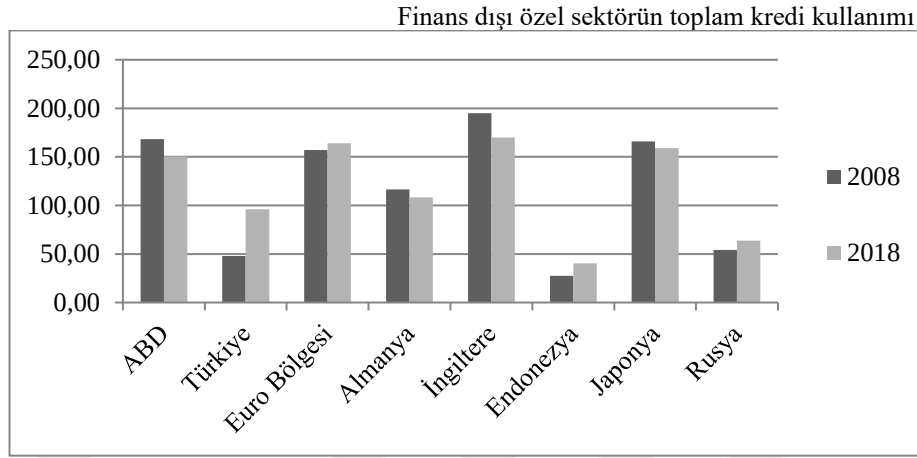
²¹⁵ TCMB'nın temel amacı olan Fiyat İstikrarı bankanın kaynaklarında, '*para politikasının uzun dönemli temel amaçları olan büyüme ve istihdama yönelik ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını*' olarak tanımlanmaktadır. (TCMB Terimler Sözlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr>, 09.05.2019.)

gündeme getirirken, bir yandan da makroekonomik ve finansal istikrarın tehlikeye girmemesi için alınması gereken önlemlerin başında merkez bankalarının görev ve sorumluluklarının mercek altına alınması ihtiyacını doğurdu.

Krizi izleyen yıllarda gelişmiş ekonomilerin merkez bankalarının başvurduğu niceliksel genişleme tercihi akabinde artan kısa vadeli sermaye akımlarındaki yavaş büyüme, ilgili ülkelere yapılan ticari hareketlerin seyri neticesinde gelişen iç ve dış talep ayrımıyla oluşan farklarda gözlenmiştir. Bu süreçle birlikte, bir yanda da ilgili ekonomilerin toparlanma sürecinin uzadığı görülmüştür. Krizin bu ülkelerde olduğu kadar etkilerinin yüksek hissedilmediği gelişmekte olan ekonomilerde oluşan dış talep zayıflığı ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi gibi unsurlar toparlanma sürecini doğrudan etkilemiştir. Öte yandan aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki vade itibariyle kalitesi düşen sermaye girişlerine karşın, ilgili ülkelerde yükselen cari açığın artmakta olan kısa vadeli sermaye yatırımları ile portföy yatırımları aracılığıyla finanse edildiği gözlenmiştir. Tüm bu deneyimler neticesinde merkez bankalarının oluşabilecek varlık fiyatlarındaki yükselmeleri takip etmeleri ve özellikle küresel risklerin yükselmesi durumunda esnek para politikaları ile hızlı tepki verme yeteneğine sahip olmalarının yanı sıra muhtemel istikrarsızlıkları önlemek için makro politikalarla tepki verebilme yeteneklerini geliştirmeleri kaçınılmaz görülmüştür.²¹⁶ Bu doğrultuda örneğin parasal genişlemeye yönelen ekonomilerde gelişen artan kredi hızını dizginlemek için merkez bankaları kademeli hedefler belirleyerek zaman içinde bu hızın önüne geçmeye çalışmışlardır.

²¹⁶ Hakan Kara, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği**, No: 12/17, Haziran 2012, s. 2-4, (Çevrimiçi) <https://www.researchgate.net/publication/254423678>, 15.10.2017.

Grafik 2.5.: Seçili Ülkeler Kredi/GSYH Oranları (2008 ve 2018)



Kaynak: TCMB ve BIS

Krizle birlikte başvurulana parasal genişleme ile artırılan dolar miktarı ve düşürülen faizler neticesinde bollaşan para ile piyasalar canlandırılmaya çalışılırken bir yandan da finans sektöründe ekonomik değeri zayıflamış varlıkların kurtarılmaya çalışılması sonucu elde edilen parasal deneyimlerden biri de rezerv paranın küresel sağlamlık yeteneğinin önemidir. Bu durum kriz sonrası rezerv para dayanağına yönelik politika geliştiren merkez bankalarının politik başarısının sorgulanmasına sebep olmuştur.*

Öte yandan ABD'nin tarihinin en büyük kamu teşviki ve kurtarma eylemlerini destekleyen politik tercihi de bu krizin en belirgin uygulamaları arasında yerini aldı. Geçmiş rolünün aksine Fed varlık alım programları aracılığıyla sadece bankaları değil aynı zamanda diğer finans kuruluşlarını ve mali olmayan diğer şirketleri de desteklerken 2008 yılı için vergi iadelerinde 152 milyar dolarlık, 2009'da 787 milyar dolarlık teşvik paketleri sundu. Hükümet ise (2008-2010 tarihleri arasında toplam değeri 804.070 milyar dolara ulaşan mali yardımlar içinde) toksik finansal varlıkların satın alınması ve zora düşen finansal kurumların sermaye yapılarını yeniden düzenlemek için yaklaşık 3 trilyon dolar sübvansiyon tahsilinde bulundu.²¹⁷

* 2008'den önce deneyimlenmiş krizler hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervi stoklarını artırmaya itmiştir. Zira özellikle 1990'larda IMF, ülkelerin likidite taleplerine beklenen ölçüde karşılık veremedi. Ancak 2008 krizi ekonomileri döviz rezervi stokundan daha çok altın rezervi stokunun artırılmasına yöneltmiştir.

²¹⁷ Dufour, Özgür Orhangazi, **a.g.e.**, p. 11.

Reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki ilişkinin zayıflaması sonucu oluşan modern krizlerin etkilerinin giderilmesi adına beklenen istikrarlı iktisadi koşulların tam olarak sağlanabilmesi adına ülkelerin merkez bankalarının birbirleri ile eşgüdüm içinde olmaya yöneldikleri gözlenmektedir. Ancak bu, merkez bankaları arasında ortak bir politikanın geliştirilebildiği anlamını taşımaz. ABD Dolarının küresel gücü sebebiyle Fed'in tüm ülkelerin ekonomilerini şiddeti değişken bir ortak etki alanına çekmiş olması merkez bankalarının eşgüdüm çabalarını da etkisizleştirmektedir. Burada aranan husus Fed ve diğer merkez bankaları arasındaki ilişkinin tek yönlü, Fed odaklı bir ilişki mi olduğu yoksa karşılıklı, adil rol paylaşımlarının üstlenildiği bir ilişkiye mi dayalı olduğudur. Bu durumun bir uzantısı olarak 2008 krizi öncesi iki kez Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanlarının bir araya geldiği G-20 toplantıları 2008 Washington zirvesinden sonra küresel krizin etkileri sonucu liderler düzeyine çıkarılmıştır. Zirvede Küresel krizin doğurduğu etkileri aşabilmek için istikrar sağlayıcı önlemler alınmasına karar verilerek, uygulanan para ve maliye politikalarında dikkat edilmesi gereken hususlar belirlenmiştir. Bu kapsamda zirvede krizlere karşı IMF'ye verilecek görevler ve IMF, Dünya Bankası ve Çok Taraflı Kalkınma Bankaları'na kriz sebebiyle ülkelere destek verebilmesi için sağlanacak kaynaklar ile bu kuruluşlarda yönetim reformlarının gerçekleştirilmesi ve uluslararası finansal piyasaların düzenlenmesi kapsamında temel ilkeler üzerinde anlaşmaya varılmaya çalışılmıştır.²¹⁸ Tüm bu çabaların etkin bir vasfa bürünmesinde ise adil bir küresel tavır konsensüsünün sağlanmış olması şartının aranmadığı görülmüştür.

Yine bu süreçte, serbest sermaye hareketleri ve tam dalgalı kur rejimi uygulamaları ile gelişen merkez bankalarının kur ve faize birlikte müdahale etme kısıtları, onları kur ve faiz arasında yönetsel bir seçim yapma zorunluluğuna sevk etmiştir. (Örneğin AMB küresel kriz öncesi artırdığı faiz oranlarını krizin etkileri ile birlikte düşürmeyi tercih etmiştir.)²¹⁹ Birbirine yaklaşan finans piyasaları ile yerel para

²¹⁸ "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy", **G20 Summit**, Washington DC, 15.11.2008, (Çevrimiçi) <http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>, 10.05.2019

²¹⁹ Key ECB interest rates, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>, 08.04.2019.

da reel dış dengesizlik koşullarından çok küresel finansal dalgalanmalara karşı kırılgan hale geldi. Serbest sermaye hareketlerinin bir sonucu olan bu durum hem yerel paranın değeri hem de ülke ekonomisinin genel görünümü üzerinde beklenen etkilerin dışında sonuçlar ile karşılaşılmasına sebep olarak ekonominin öngörülebilirliğini kısıtlamıştır. Öte yandan, bu kriz birbirlerine finans piyasaları ile bağlanan ekonomilerin, krizlerin bulaşma hızı açısından da nasıl bir zafiyete düşebileceğini gösterdi. Türkiye ekonomisi gibi krizden nispeten az etkilenen ekonomiler dahi net sermaye çıkışları ile karşılaştılar. (Krizin etkileri ile 2009 yılı itibariyle Türkiye ekonomisinde %4,8'lik bir küçülme yaşanmıştır). Sermaye çıkışı riski para politikası yönetiminde hükümetleri de yönetsel seçenekleri azaltmaları itibariyle zorlayıcı bir etkiye maruz bırakmıştır. Finansal gelirlere uygulanacak vergi politikası ile gelir dağılımının iyileştirilmesine yönelik alınacak yeni mali kararlar, dış ticaret dengesinin bu riskten etkilenmesini azaltacak ve dengeyi sağlayabilecek bir kur politikasının izlenmesi ve bunun için ihracatın nasıl teşvik edileceği, ücretler ve paranın miktarının yönetimi gibi farklı seçeneklere yönelebilecek olanakları kısıtlanmıştır.²²⁰

2008 krizi kısa vadeli hedefler için para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerindeki tahribat riskleri hatırlattı. Ekonomi durgunluk içindeyken genişletici bir tesir için faiz politikasına yönelmenin, durumu hedeflenen sonuca yaklaştıramadığı görüldü. Bu tecrübeler ışığında merkez bankalarının durgunluk dönemlerinde gevşek para politikası uygulamalarına yönelmeleri, sistemin faiz indirimlerinin uygulanabileceği bir alana çekilmesi gerektiği yönündeki fikirleri sorgulattı.²²¹ Finansal krize sebep olan sistemik risklerin büyüttüğü tahribatın genişliğinden dolayı makro ihtiyati politikaların yerine, finansal piyasaların işlerliğini etkileyen faktörleri ve ekonomiyi negatif etkileyen tehlikeleri engellenebileceğine dair gelişen beklenti ile kriz sonrası politika tercihlerinde mikro ihtiyati uygulamaların daha fazla rağbet görmesi de öngörülür hale geldi.

²²⁰ Yılmaz, Ayhan Uçan, **a.g.e.** s.78-80.

²²¹ Demiray, Erol, **a.g.e.**, s. 25.

Tablo 2.5.: 2008 Krizi Sonrası Politika Değişimleri

Para Politikası		
Değişimler	Olası Kazanımlar	Olası Mahzurlar
Enflasyon Hedefinin Yükseltilmesi	• Genişleyici para politikası için artan kapsam • Azalan sıfır alt sınırı sorunu • Reel ücretlerde artan esneklik	• Toplam talepteki değişimden dolayı zayıf fayda • Artan enflasyonist beklentiler ve bunlardaki istikrarsızlık
Toplam Fiyat Düzeyi Hedefine Geçiş	• Azalan enflasyon beklentisi • Otomatik dengeleyici rol • Dengelenen enflasyon oranı • Çıktıdaki küçük farklılıklar • Daha az sıfır alt sınırı sorunu	• Belirgin zaman uyumsuzluğu sorunu • Halkı ikna etme yeteneğine bağlı olan başarı durumu
Merkez Bankasının Varlık Fiyatlarını ve Finansal İstikrarı Gözetmesi	• Kriz neticesinin hafiflemesi • Yaklaşımın uygulanmasının kamu davranışını değiştirmek için önemli bir gösterge olması • Resesyon eğilimlerinin uyarılması durumu ihtimali	• Köpüğün zamanında tespit edilemeyişi • Köpüğün sönmesi için yetersiz araçlar • Resesyon eğilimlerinin harekete geçmesi ihtimali
Maliye Politikası		
Maliye Politikasını İstikrara Kavuşturmasına Daha Güçlü Güven Duyulması	• Toplam talep baskılarını yönetmek için güçlü bir araç olması • Mali teşviklerin uygulanması için açık alan olması	• Enflasyonist politikalara eğilim artışının yükselmesi • Konjonktür karşıtı riskine karşın, maliye politikası çevrimlerine neden olması • Dışlama etkisinin gelişmesi
Mali Alanın Öneminin Artması	• Döngüsel olmayan maliye politikasını kullanma ihtimali • Mali teşvik için daha fazla kapasite oluşması • Krizle mücadele maliyetinin azalması	• ‘Normal koşullarda’ takdire bağlı politikaların azaltılması olasılığı • Yüksek fırsat maliyeti
Otomatik Stabilizatörlerin Öneminin Artması	• Zaman uyumsuzluğu probleminin olmayışı • Harici ve dâhili gecikme olmayışı • Politik kararlar gerekli değildir	• Verimlilik azalır • Dalgalanmalar giderilmez, sadece azaltılır

Kaynak: Damir Šehović, 2015²²²

²²² Damir Šehović, “The Impact of the Great Recession on Monetary and Fiscal Policy in Developed Market Economies”, **Business Systems Research**, Vol. 6 No. 1, March 2015, p. 56-71,

Finans yönetiminde özel çıkar görüşünü savunanlar 2008 krizi öncesinde çoğunlukta idi ve devletin finans piyasalarının karşılaştıkları durgunluk ve kriz durumlarında müdahaleden kaçınması gerektiğine inanırlardı. Krizle birlikte ise ilgili paydaşlar ve karar mercileri arasında finans yönetiminde kamu yararı görüşünün taraftarları arttı ve kurtarılan finans kuruluşlarının mali yüklerinin kamuya yani vergi mükelleflerine yüklenebilmesi de meşrulaştırılmış oldu.

2.3. 2008 KRİZİ ETKİSİNDE MERKEZ BANKALARININ UYGULAMA ÖRNEKLERİ

2008 küresel krizinin etkilerinin hissedilme zamanı ve şiddetine bağlı olarak, gelişmiş ülke ekonomilerinin merkez bankaları tercihlerini okumanın avantajlarından biri krizin etkilerine yönelik alınan önlemlerin sonuçlarının gözlenebilmesi ile gelecek küresel parasal eğilimlere ve merkez bankalarının gelecek uygulamalarına yönelik bir öngörü oluşturulabilmesidir.

Ekonomik krizler her dönem merkez bankalarının sorumluluklarını artıran bir etkiye sahip olmuştur. 2008 krizi ile de merkez bankaları gerek para ve kredi hacmini şekillendirdiği geleneksel olan veya olmayan müdahalelerle, gerekse de kendi kurumsal yapılarına dönük değişimler ile fiyat ve finansal istikrarın sağlanmasına yönelik uygulamalarını sıklaştırdılar. Bu doğrultuda genel olarak tercih edilen likidite artırım uygulamaları ile merkez bankaları, düşük faizler ile ucuz likit imkanı sayesinde ekonominin büyüme trendini yakalamasını hedefledi, ancak bu araç ile üretime yönelik büyüme hedefi tutturulamadığı gibi ucuz ve kolay likidite tercihinin o dönem için dikkate alınmayan maliyetleri merkez bankalarına ve maliye yönetimine ek yükler getirdi.

Bu kriz bilinen geleneksel para politikası araçlarının beklenen çözümlerin üretilmesinde yetersiz kalmasının deneyimlendiği bir kriz oldu ve böylelikle geleneksel olmayan politika tercihlerinin arayışının da hızlandığı gözlemlendi.

Tablo2.6.: Geleneksel Olan ve Olmayan Merkez Bankası Tedbirleri

Geleneksel Tedbirler					
Fiyat ve Çıktı İstikrarı	Yurtiçi Açık Piyasa İşlemleri ve Hazır İmkânlar <u>Gerekçe:</u> Nominal çapa <u>Eylemsel Hedef:</u> Politika faiz oranı <u>Araç Örneği:</u> Repo, borç verme ve merkez bankası bonolarının ihracı.		Açık Piyasa Kambiyo İşlemleri <u>Gerekçe:</u> Nominal çapa ve/ veya sorunsuz döviz kuru <u>Eylemsel Hedef:</u> Döviz kuru çapası veya oynaklığı <u>Araç Örneği:</u> Nakit, takas (swap), türev ürünler	Doğrudan Araçlar* <u>Gerekçe:</u> Yurtiçi APİ’ni ve hazır imkânları tamamlamak <u>Araç Örneği:</u> Zorunlu karşılık ve kredi tavanı	
	Likidite Durumu	Yerel Kurumlara ve Piyasalara Son Kredi Mercı <u>Gerekçe:</u> Finansal kurumları veya piyasa likidite stresini rahatlatmak <u>Araç Örneği:</u> İhtiyari borç verme			
Geleneksel Olmayan Tedbirler					
Fiyat ve Çıktı İstikrarı	İç Likiditeyi Rahatlatma Önlemleri			Kredi Genişleme Tedbirleri	Parasal Genişleme Tedbirleri
	Para Piyasalarındaki Doğrudan Araçlar <u>Gerekçe:</u> Parasal aktarımı arttırmak ve pazar istikrarını sağlamak <u>Araç Örneği:</u> Zorunlu karşılık şartları ve yasal likidite oranları	Sistemik İç Likidite Düzenlemeleri <u>Gerekçe:</u> Parasal aktarımı arttırmak ve pazar istikrarını sağlamak <u>Araç Örneği:</u> Sınırsız yurt içi likidite sağlama, karşı tarafların genişletilmesi ve teminat gerekliliklerinin hafifletilmesi	Menkul Kıymetler Likidite Provizyonu <u>Gerekçe:</u> Parasal aktarımı arttırmak ve pazar istikrarını sağlamak <u>Araç Örneği:</u> Likit menkul kıymetler için likit olmayan ürünlerin değişimi	<u>Gerekçe:</u> Parasal aktarımı arttırmak ve kredi piyasasının işleyişini düzeltmek. <u>Araç Örneği:</u> Hedeflenmiş özel menkul kıymet alımları, doğrudan kredi sağlama, yatırımcılara hedeflenmiş likidite sağlama	<u>Gerekçe:</u> Politika faizi sıfır sınırına yaklaştığında parasal aktarımı mümkün kılmak. <u>Araç Örneği:</u> Devlet tahvilinin ve döviz alımının sterilize olmayan kesin alımı (kısırlaştırılmamış müdahale)
Likidite Durumu	Kambiyo Genişlemesi Tedbiri				
	Döviz Likidite Enjeksiyonu <u>Gerekçe:</u> Döviz likidite baskılarını rahatlatmak <u>Araç Örneği:</u> Sınırsız likidite provizyonu, teminat ve karşı tarafların genişletilmesi			Merkez Bankaları Arası Takas Düzenlemeleri <u>Gerekçe:</u> Ulusal bankaların döviz işlemlerini destekleme. <u>Araç Örneği:</u> Takas (Swap).	

* Çoğunlukla sıg yurtiçi finansal piyasalarda.

Kaynak: Kotaro Ishi, Mark Stone, Etienne B. Yehoue, IMF, 2009

Geleneksel olmayan para politikası uygulamaları arasında “*kredi genişlemesi, niceliksel genişleme, faiz taahhüdü politikası, zorunlu karşılık uygulaması ve faiz koridoru uygulaması*” kriz süresince ve sonrasında tercih edilen başlıca uygulamalardır. Geleneksel para politikası uygulamalarından olan faiz oranı uygulaması ise bu süreçte yürütülen en yaygın tercihlerden biri olagelmıştır. Öte yandan döviz kuru müdahalesi de yine tercih edilmiş uygulamalar arasında yer almıştır.²²³

Tablo 2.7.: 2008 Krizi Merkez Bankaları Önlemlerinin Özeti

<i>Merkez Bankaları</i>		Kanada	İngiltere	Japonya	AB	ABD	İsveç	İsviçre
		BoC	BoE	BoJ	ECB	Fed	RB	SNB
Araç Türü ve Önlemler								
Finansal Sistem Dönük Müdahale Araçları	Likidite işlemleri							
	<i>Uygun teminatın genişletilmesi</i>	X	X	X	X	X	X	X
	<i>Tarafların genişletilmesi</i>	X	X		X	X	X	
	<i>Vade süresinin uzatılması</i>	X			X	X	X	
	<i>Tam likidite tahsis</i>				X			
	<i>Merkez bankası döviz takas hatları</i>	X	X	X	X	X		X
	Geçici teşvikli borç verme programı		X	X	X		X	
Para Politikası Araçları	Nicel Genişleme							
	<i>Devlet tahvili</i>		X	X	X	X		
	<i>Özel tahviller</i>		X	X	X	X		
	Politika faiz oranı yönetimi	X	X		X	X	X	
	Negatif mevduat faiz oranı				X		X	X
	Döviz müdahaleleri			X				X
	Sözlü Yönlendirme							
	<i>Politika oranları için</i>	X	X		X	X	X	X
	<i>Nicel genişleme için</i>			X		X		

Kaynak: Inaba ve diğerleri (2015) yararlanılarak geliştirilmiştir.²²⁴

Ek olarak, krizin belirgin etkilerinin giderilmesine yönelik konsantrasyon, sürecin devamında yerini merkez bankalarının ve paydaşlarının mevcut sistemin yeni

²²³ “Unconventional Monetary Policies-Recent Experience and Prospects”, IMF, April 18, 2013, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>, 17.04.2019.

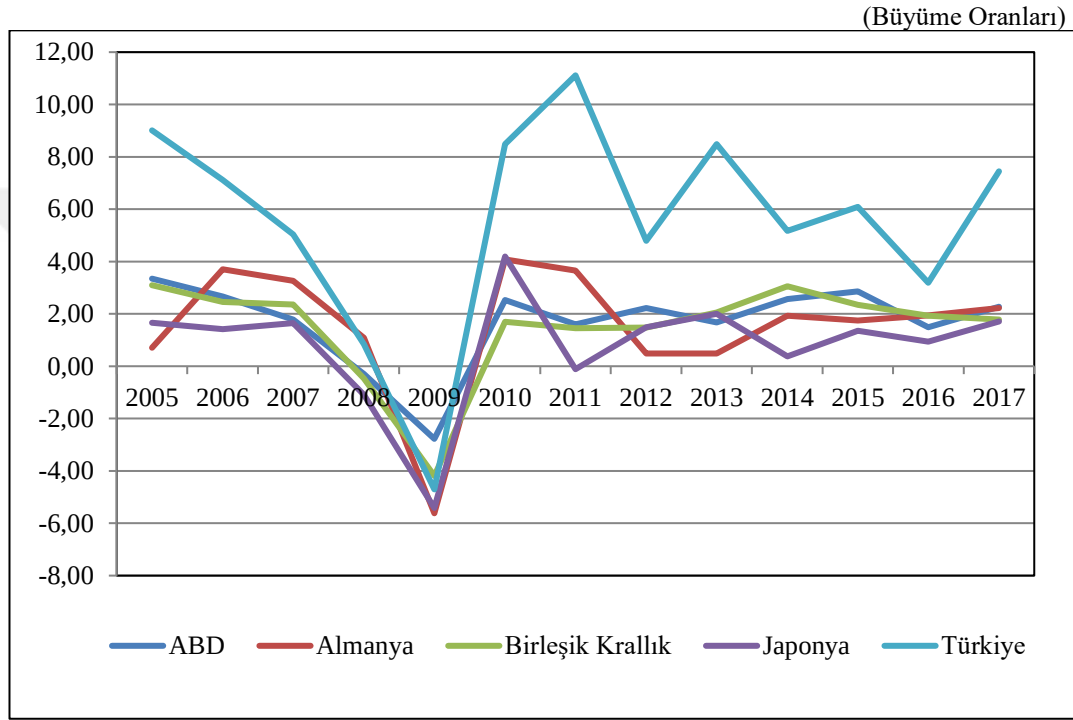
²²⁴ Kei-Ichiro Inaba, Rory O’Farrell, Łukasz Rawdanowicz, Ane Kathrine Christensen, “The Conduct of Monetary Policy in the Future_ Instrument Use”, OECD Economics Department Working Papers, No. 1187, ECO/WKP(2015)5, 16-Mar-2015, (Çevrimiçi) <https://dx.doi.org/10.1787/5js4w293c46j-en>, 19.04.2019.

krizler üretmemesi için önlemler almaya bırakır. Gelecek için sadık kalınsın ya da kalınmasın en azından kamuoyuna karşı sorumluluk gereği ve piyasalara güven tesis etmek amacıyla yeni çıkarılan yasalar, kurulan kurumlar ve alınan önlemler genel olarak yaşananların öngörülemediği ve bundan bir ders çıkarıldığı kanaatinin oluşmasına yöneliktir. Kısaca, finansal krizlerin politika yapıcılar için aşağıdaki aşamalarla geliştiği gözlenmektedir.

- i. Çoğu kez muhtemel bir krizin reddi ile gelişen sorumluluk taşıyıcının kabul etmeme ve savunma refleksi aşaması,
- ii. İlk aşamadan çok kısa bir zaman diliminde sorunların varlığının kabulü aşaması,
- iii. Mevcut araçların gözden geçirilmesi ve bu araçlarla yaşanabilecek olası felaket senaryolarının belirlenmesi aşaması,
- iv. Aynı sürece maruz kalan dış kurumların tespiti ve gözlenmesi (kendisini doğrulatma süreci) aşaması,
- v. Düzenleyici kurumların yeni düzenlemeler ile kırılganlıklara ve kabarcıklara müdahale çabaları aşaması,
- vi. Piyasaların mercek altına alınması ve aktif veri toplama sürecinin hızlandırılması aşaması,
- vii. Makro ve mikro hızlı önlem paketlerinin devreye sokulması aşaması,
- viii. Uluslararası finansal düzenleme otoriteleri ile iletişimin güçlenmesi aşaması,
- ix. Yurtiçi yeni kurum ve çalışma gruplarının tesisi aşaması,
- x. Kırılganlıkların durgunluğa ve oradan krize geçme ihtimalinin senaryolarının belirlenmesi aşaması,
- xi. Hukuki düzenlemeler ve destek paketleri ile krizin etkilerinin giderilmeye çalışılması aşaması,
- xii. Krize sebep olan unsurlara yönelik köklü ihtiyati çalışmalar için düzenlemeler geliştirilmesi aşaması,
- xiii. Para politikasının yanı sıra maliye politikasının gözden geçirilmesi aşaması,
- xiv. Politika-rejim-arac tercihlerinin gözden geçirilmesi ve yapısal revizyonların hızlanması aşaması,

- xv. Kriz esnasında alınan önlem paketlerinin kademeli olarak terki aşaması,
- xvi. İyileşme ile düzenleyici kuralların esnetilmesi, istisnaların oluşması ve düzenleyici kurumların ikinci plana atılması aşaması.

Grafik 2.6.: Kriz Sonrası Toparlanma Göstergesi



Kaynak: World Development Indicators, Dünya Bankası (03/21/2019)

2.3.1. Sıfır Faiz Oranı: SNB Uygulamaları

Küresel kriz yaşanırken İsviçre başta olmak üzere ABD, Avrupa, Birleşik Krallık, İsveç, Kanada ve Çin'in merkez bankaları faiz indirimine yöneldiler. İsviçre, ABD, Birleşik Krallık ve Japonya'da neredeyse sıfır faiz uygulaması; Euro bölgesinde ve diğer birçok ülkede ise sıfırın biraz üzerinde ama tarihsel olarak oldukça düşük seviyelerde olan faiz oranları tercih edildi.

2008 yılında krize yönelik en büyük resmi kaybını ve aynı zamanda İsviçre tarihindeki en büyük kurumsal zararı kaydeden dünyanın en büyük varlık yöneticisi

olan UBS, İsviçre hükümeti tarafından bankaya 6 milyar İsviçre Frank'ı ödendiğini ve 60 milyar dolarlık toksik varlığını da merkez bankası fonuna devrettiğini açıkladı.²²⁵

Swiss National Bank (SNB)'ın para politikası orta vadede fiyat istikrarının korunmasına ve Eylül 2011'den bu yana minimum döviz kurunun uygulanmasına odaklanmıştır. İsviçre'nin uyguladığı döviz kuruna yönelik para politikası, Euro karşısında asgari döviz kuru uygulamaya devam edecek şekilde, piyasaların sermaye akışı açısından güvenli bir liman vasfı tesis etmeye yönelik geliştirilmiş bir maliye politikasının temeline hizmet etmektedir.

Kriz döneminde ise merkez bankası SNB, İsviçre Frank'ının gücünün bir sonucu olarak parasal koşulların sınırsız bir şekilde sıkılaştırılmasına karşı durmuştur. SNB, Ağustos 2011'de gerçekleştirilen kapsamlı repo işlemleri ve döviz takas işlemleri ile nicel genişleme yoluna başvurdu. SNB asgari döviz kuru hedefiyle ise sadece ekonomiye ince ayar yapmak değil, aynı zamanda büyük belirsizlik döneminde piyasaya rehberlik etmeyi önemsedi. Politika faiz oranlarının geleceğine yönelik uygulamalardan niceliksel genişleme veya döviz piyasası müdahalelerine ilişkin ileriye yönelik rehberlik geleneksel olmayan politikalar arasında yer almaktadır. Parasal genişleme, kısa vadeli faiz oranları sıfır olduğunda ekonomiyi canlandırmaya yönelik teşvik etmenin geleneksel olmayan bir başka yöntemidir. Buradaki amaç, uzun vadeli faiz oranlarını azaltmak için likiditeyi arttırmaktır. Bu doğrultuda, son derece sınırlı kalan döviz piyasası müdahaleleri çerçevesinde Mart 2009'da, İsviçre Frangı üzerindeki yukarı yönlü baskıyı azaltmak ve parasal koşulların istenmeyen bir şekilde sıkılmasını önlemek amacıyla SNB döviz satın almaya başladığında, pratikte kısa vadeli faiz oranını da sıfıra indirmiştir.

Sıfır faiz oranı politikaları ile bağlantılı olarak, ilave riskler yatırımcıların tahvillerden tatmin edici bir getiri elde etmelerinin zor olmasından kaynaklanabilir. Burada efektif ürünler arayan yatırımcıların tedbirsizleşmesi ve aşırı risk alması tehlikesi vardır. Faiz oranı fazı uzadıkça, spekülasyon fiyat gelişmeleri ve yanlış tahsisler

²²⁵ Reuters, TIMELINE: Key events in subprime fallout at UBS, (Çevrimiçi) <https://www.reuters.com/article/us-ubs-timeline-sb/timeline-key-events-in-subprime-fallout-at-ubs-idUSTRE5192DB20090210>, 18.03.2019.

şeklinde istenmeyen sonuçların ortaya çıkma tehlikesi artmaktadır. Ayrıca 2008 sonrası ipotek kredilerinde güçlü bir büyüme ile İsviçre'de emlak fiyatlarında önemli bir artış gözlenmiştir. Buradan hareketle SNB de uzun süreli düşük faiz tercihinin sigorta endüstrisi ve emeklilik fonlarını da zorladığını belirterek, mevcut gelişmeler üzerinden oluşan kaygılarını da vurgulamaya başlamıştır.

SNB, bir bütün olarak fiyat istikrarını sağlamak ve böylece ekonominin gelişimini hesaba katmak için ülkenin çıkarlarına hizmet eden bir para politikası izlemek üzere kurgulanmıştır. Bu birincil çerçevede, finansal sistemin istikrarına katkıda bulunma görevi de vardır. Hedef hiyerarşi gözlenirse, bu görevler arasında bir çelişki bulunmamaktadır.

Finansal istikrarı tehlikeye sokabilecek kredi birikimlerinin büyümesindeki muhtemel gelişmelerin, her şeyden önce makro ihtiyati araç seti ile yönetilmesi önceliklendirilmektedir. Bu doğrultuda, finansal istikrar söz konusu olduğunda, SNB istikrarı teşvik eden bir düzenleyici ortam oluşturmak için İsviçre Mali Piyasa Denetleme Kurumu ve Federal Maliye Bakanlığı ile birlikte çalışmaktadır.²²⁶

2.3.2. Sözle Müdahale Politikası: SNB Uygulamaları

Krizin etkilerine maruz kalan merkez bankalarınca likidite arzını artırmak amacıyla faiz oranlarını düşürerek şekillenen tedbirlerin ilk aşamasını krizin ilerlemesi ile geleneksel olmayan yöntemler takip edilmiştir. Krizin derinleşmesi ile yatırımlar kendilerine her zamankinden daha tutucu bir refleksle güvenli limanlar aramaya koyuldu ve bu zaman zarfında İsviçre Frank'ına olan yönelim de yükseldi. 2009'un başında SNB üç aylık Libor için hedef aralığını %0 ile %0,75 olarak güncelledi. Ekonominin kısa vadeli faiz oranları ile yönlendirildiği geleneksel para politikası sınırlarının zorlanmaya başladığı noktada ise yeni uygulamalara yönelik çözüm arayışları hızlandı.

²²⁶ Thomas J. Jordan, "Monetary Policy in The Financial Crisis – Measures, Effects, Risks", **Swiss Banking Global Symposium**, Zurich, 16 November, 2012, (Çevrimiçi) https://snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20121116_tjn/source/ref_20121116_tjn.en.pdf, 19.03.2019.

SNB de diğer gelişmiş ekonomilerin merkez bankalar gibi sıra dışı araçlara başvurmaya başladı ve uzun vadeli repolar, İsviçre Frank'ı cinsinden ihraç edilen tahviller ve (1980'lerden 2009'a kadar çok nadir görülmüş olan) döviz piyasasına müdahaleler şeklinde uygulamalara yöneldi.²²⁷

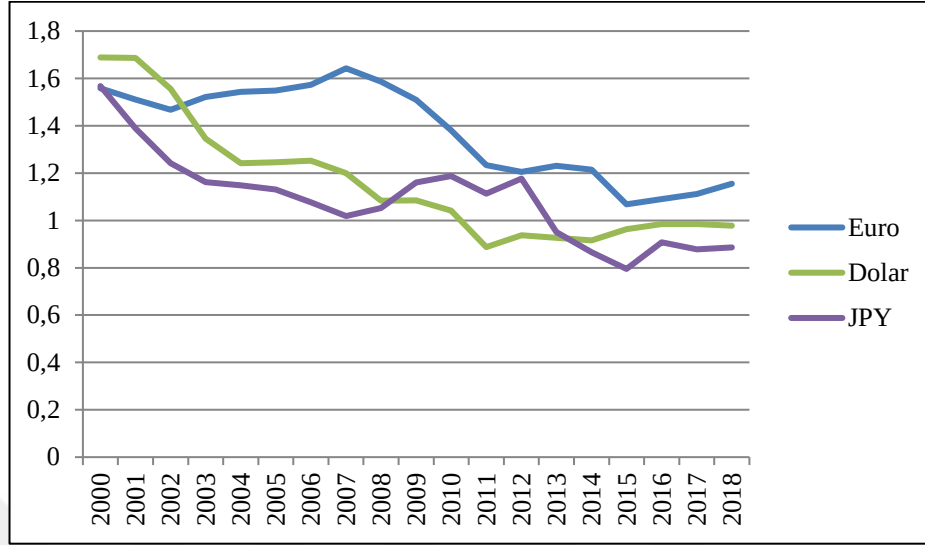
Merkez bankalarının döviz müdahale yöntemlerinden olan sözlü döviz müdahaleleri doğrudan alım-satım yönteminden farklı olarak merkez bankalarının somut bir parasal işlem gerçekleştirmeyip, iletişim yoluyla, dolaylı olarak yürüttüğü bir müdahale türüdür.²²⁸ Doğrudan yapılan müdahalelerin beklentiler üzerindeki etkisi ile bu yöntemin etkisi mukayese edilerek bir etkinlik analizi yapabilmek mümkündür. Yöntemin hangi piyasa koşulları altında ve başka ne tür para politikası araçları paralelinde uygulandığı kadar, uygulayıcının politik istikrar performansı ve ekonomik aktörlerce taşınan güven beklentisi de başarı ihtimalini doğrudan etkileyen unsurlardır. Bu müdahale yönteminin piyasalarda genellikle uzun vadelere taşınmayan etkilerle neticlendiği gözlenmiştir. SNB özelinde ise kriz sonrası sözlü müdahale uygulamaları (2011-2015) piyasalardaki dalgalanmaların azaltılmasında etkin sonuçlar elde edilmesine yaramıştır.²²⁹

²²⁷ Fritz Zurbrugg, "After The Minimum Exchange Rate – New Monetary Policy Challenges", **Money Market Event**, BIS Central Bankers' Speeches, 26 March 2015, Zurich, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/review/r150330c.pdf>, 23.06.2019.

²²⁸ Oscar Bernal, Jean-Yves Gnabo, "Announcements, Financial Operations or Both? Generalizing Central Banks' FX Reaction Functions", **Journal of the Japanese and International Economics**, 23 (2009) 367–394, Volume 23, Issue 4, December 2009, p.368, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2009.09.001>, 20.06.2019.

²²⁹ Alex Cukierman, "Forex Intervention And Reserve Management in Switzerland And Israel Since The Financial Crisis: Comparison and Policy Lessons", **Centre for Economic Policy Research**, June 11 2017, p.13-14, , (Çevrimiçi) https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=13186, 21.06.2019.

Grafik 2.7.: Frank Döviz Kuru Oranları (Euro-Dolar-Yen)



Kaynak: SNB data portal.

6 Eylül 2011 yılında SNB, İsviçre frangının aşırı değerlenmesinin taşıdığı deflasyonist riskten dolayı Euro paritesi için bir tavan belirledi. Bu tarihte SNB'nin Frank-Euro değerinin belirlenen 1.20'de tutulması ve bu oranın muhafazası için bankanın Euro alımında (politika faiz oranı da sıfırken) her hangi biri sınır gözetmemesinin yanı sıra, gerekli olması halinde ek tedbirler de uygulanacağını açıklandı. Yapılan bu açıklamalarda SNB tarafından kullanılan *azami kararlılık* ve *sınırsız miktar* ifadeleri ve bankanın kararlı tutumu 1.20 sınırı için piyasalara güven vererek paritedeki belirsizliğin giderilmesinde genel olarak etkili oldu.²³⁰ Bu durumun kaldırılması ise 15 Ocak 2015 tarihinde gerçekleşti ve piyasaların kurda belirlenen bu sınırın sona erdirilmesini okuyamadığı gözlemlendi ve böylelikle bankanın bu kararı ile yine de piyasalarda belirgin bir dalgalanma yaşandı.²³¹

Yapılan bu sözlü müdahaleler çerçevesinde 6 Eylül 2011 ile 14 Ocak 2015 tarihleri arasında *azami kararlılık* ve *sınırsız miktar* ifadeleri ile SNB tarafından (büyük çoğunluğu Thomas Jordan, dördü Fritz Zurbügg, üçü Jean-Pierre Danthine ve

²³⁰ Nikola Mirkov, Igor Pozdeev, Paul Söderlind, "Toward Removal of the Swiss Franc Cap: Market Expectations and Verbal Interventions", **SNB Working Papers**, 10/2016, Swiss National Bank, Zurich, 2016, p.14, (Çevrimiçi) https://www.snb.ch/en/mmr/papers/id/working_paper_2016_10, 19.05.2019.

²³¹ A.e, p.2.

biri Philipp Hildebrand tarafından olmak üzere) toplamda 26 konuşma gerçekleşti.²³² İsviçre özelinde yapılan sözlü müdahalelerin İsviçre piyasalarınca genel olarak iyi okunduğu ve muhataplarına güven verdiği gözlemlendi. 2011 yılından 2015'e dek sürdürülen ve piyasalara muhtemel uygulamalarını sözle önceden bildiren SBN'nın bu uygulaması genel işleyişinde güven tesis etmiş merkez bankalarının muhataplarına vereceği uyarıların ve ön bilgilendirmelerin piyasaları rahatlatmak adına olumlu sonuçlar doğurduğunu göstermiştir.

2.3.3. Parasal Genişleme Politikası: FED Uygulamaları

Sıfır ve sıfır alt bandı politika faiz oranları ile beklenen likidite genişlemesi yaşanamayınca, pek çok merkez bankası niceliksel genişleme (QE) tercihinde daha uzun süre kalmaya karar verdiler.²³³ Fed ise 2007'den itibaren ekonomik büyümeyi teşvik etmek amacıyla genişleyici bir para politikası izledi.* Bu doğrultuda Fed açık piyasa işlemleri aracılığıyla hazinenin kısa vadeli varlıklarını satın alarak piyasalara enjekte edilecek para kanalından rezervleri artan ticari bankaların kredi tutarının artmasını hedefledi. Ancak bu yöntemin ekonomideki alışılmadık düzeydeki yavaş büyüme düzeyinde etkinsiz oluşu Fed'i niceliksel genişleme (QE) yani ek menkul kıymet alımlarına sevk etti.

Bu süreçte, parasal genişleme ile gerçekleştirilecek alımların toplam değeri ve alınan varlıkların Federal Açık Piyasa Komitesi (Federal Open Market Committee) tarafından ne kadar süreyle bilançoda tutulacağına yönelik beklentileri varlık alımlarının etkisini belirlemiştir.²³⁴

²³² Nikola Mirkov, Igor Pozdeev, Paul Söderlind, "Verbal Interventions and Exchange Rate Policies: The Case of Swiss Franc Cap", **Journal of International Money and Finance**, 14.08.2018, p.7, (Çevrimiçi) <https://www.alexandria.unisg.ch/256848/>, 23.06.2019.

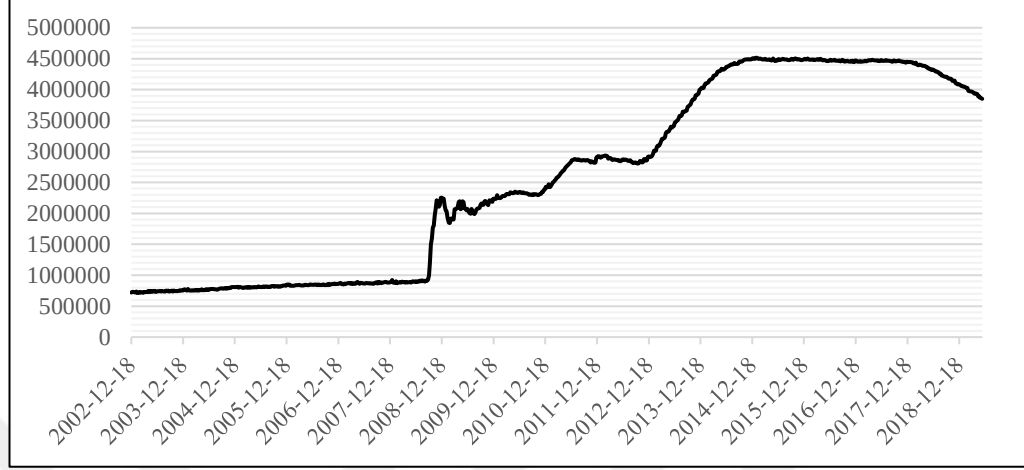
²³³ İngiltere, Japonya ve Avrupa merkez bankaları niceliksel genişleme uygulamasını deneyimleyen ülkelerdendir. İngiltere ve Japonya merkez bankalarının niceliksel genişleme uygulamalarının piyasaların canlanması noktasında nispeten başarılı oldukları, ancak Avrupa Merkez Bankası'nın ilgili dönemde pek çok para politikası uygulamalarında olduğu gibi zamanında karar alınmadığı için niceliksel genişlemeden de beklendiği düzeyde istifade edemediği gözlenmiştir.

* Bkz. Ekler: Geniş Tanımlı Paranın Büyüme Hızı (Ülke Bazlı).

²³⁴ John H. Rogers, Chiara Scotti, Jonathan H. Wright, "Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison", **Board of Governors of the Federal Reserve System**, International Finance Discussion Papers 1101, p.6, March 2014, USA, (Çevrimiçi)

Grafik 2.8.: Fed - Toplam Varlıklar

(Mevsimsellikten arındırılmamış/Milyon ABD \$)



Kaynak: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019.

QE politikaları ile Fed uzun vadeli faiz oranlarını aşağı çekmek ve nihayetinde borçlanmayı teşvik etmek amacıyla daha uzun vadeli menkul kıymet satın alarak 2008'den itibaren her birinin kendine özgü özellikleri bulunan üç farklı QE operasyonu gerçekleştirdi. 2014 yılında konik niye nitelendirdiği kademeli bir tahvil azaltma yöntemine başvuran Fed, her ne kadar 2014 öncesi kadar olmasa da yine de bilançosunu genişletmeye uzun bir süre daha devam etti.²³⁵

İlk niceliksel genişleme Kasım 2008'de başladı ve Mart 2009'a kadar uzatıldı. Bu zaman zarfında Fed, ipotek tahvillerinden toplam 1,25 trilyon dolar, devlet destekli ipotek şirketleri Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından ihraç edilmiş 200 milyar dolarlık borcu ve 300 milyar dolarlık uzun vadeli hazine menkul kıymetlerini satın aldı. Kasım 2010'da başlayan ikinci genişleme ile Fed 600 milyar dolarlık uzun vadeli hazine menkul kıymeti aldı. Ekim 2014'te üçüncü ve sonuncu alım turunu gerçekleştirdiğinde ise Fed'in portföyüne toplam 1.7 trilyon dolar daha eklenmiş oldu.²³⁶ Bu minvalde 2017 yılı itibariyle trilyonlarca dolar değerinde menkul kıymeti

<https://www.federalreserve.gov/PUBS/ifdp/2014/1101/ifdp1101.pdf>, 21.06.2019.

²³⁵ Norbert Michel, Stephen Moore, "Quantitative Easing, The Fed's Balance Sheet and Central Bank Insolvency", **The Heritage Foundation**, Backgrounder, No. 2938, August 14, 2014, p. 2-3, (Çevrimiçi) <http://report.heritage.org/bg2938>, 07.12.2017.

²³⁶ Michael Ng, David Wessel, "The Hutchins Center Explains: The Fed's Balance Sheet", **Brookings Institution**, August 18, 2017, (Çevrimiçi) <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2017/08/18/the-hutchins-center-explains-the-feds-balance-sheet/>, 10.06.2019.

toplamış ve elinde bulunduran Fed, bu denli uzun süreli ve yüksek miktartlı alım yapması sebebiyle ekonomi çevrelerinin eleştirilerine maruz kaldı.

2.3.4. Geniş Çaplı Varlık Alımları: ECB Uygulamaları

Krizin etkileri ile mücadele sürecinde niceliksel genişlemenin yanı sıra gevşek para politikası çerçevesinde borçlanma maliyetlerini düşürmek, krizin etkileri ile gerileyen enflasyon oranı ile talebin ve piyasaların hedeflenen canlılığını yakalayabilmesi için varlık alımı uygulaması da tercih edilmiştir.

Avrupa Merkez Bankası (AMB-ECB) para politikası stratejisi finansal krizlerin ortaya çıkmasına dahli olabilecek çeşitli finansal dengesizlik unsurlarını belirlemek üzerine kurgulanmıştır. Krizin ilk yıllarında Euro bölgesinde olası ekonomik risklerin kırılğan ekonomiler için doğuracağı sonuçlar ile faiz oranlarının sıfır alt bandını test etme ihtimali AMB'nın öngörülleri arasında üst sıralarda yer almaktaydı. 2008 krizi deneyimi ile ise mevcut öngörü yeteneğine ve para politikası stratejisi kurgusuna yeni bir katkı sunulmuştur.

Kriz ile AMB'ında parasal unsurların kategorize edilmesi ve risklerinin ayrıştırılabilmesi farkındalığı gelişmiştir. Dolayısıyla AMB para politikası stratejisi belirgin bir şekilde genişletilmiş oldu. Artık para politikasına dair unsurlara daha fazla finansal faktör dâhil edilmişken, böylelikle gelecekte makro finansal bağlantıların daha iyi değerlendirilmesine olanak sağlanmasına yönelik çıktılar elde edileceğine dair kanaat de geliştirilmiştir.

AMB'nın para politikası stratejisine eklemlenen bu değişimin odağında krizin farklı aşamalarında, Euro alanındaki para politikası aktarım mekanizmasının farklı unsurlarının ciddi şekilde bozulmuş olması yer almaktadır. Krizin de etkileri ile Avrupa'da hızla artan bütçe bozulmaları 2010 yılında ekonomide gelecek için ciddi riskler barındırması muhtemel şiddetli sinyaller vermeye başlamıştır.

Bu gelişmeler ile Euro bölgesindeki ekonomik istikrarın sürdürülebilirliği için bazı konuların önceliklendirilmesi gerekmektedir. Bu konuların başında ise düşük

enflasyon ortamında varlık alımlarına yönelik alınacak kararların sonucunun taşıdığı risklerin ve başarı olasılığının öngörülmesi gelmekteydi.²³⁷

Varlık alımları uygulamasını tercih eden merkez bankalarından olan AMB özel sektör ve kamu kesimi menkul kıymetlerinin satın alındığı tüm alım programlarını* içeren Varlık Satın Alım Programı (*APP- Asset Purchase Programmes*) ile yönettiği geniş çaplı varlık alımlarını yaklaşık dört yıl sürdürmüştür. Toplam değerinin 2,6 trilyon Euro'ya ulaştığı bu geniş çaplı varlık alımları beklenen hedefe hizmet ettiği kanaati ile Aralık 2018'de sona erdirilmiştir.²³⁸

Net varlık alım sürecinde, AMB'nın aylık alımları aşağıdaki şekilde seyretnmiştir.

Tablo 2.8.: AMB Net Varlık Alımları

	Periyod	Ortalama Aylık Alım Tutarları (Milyar Euro)
1	Mart 2015 - Mart 2016	60
2	Nisan 2016 - Mart 2017	80
3	Nisan 2017 - Aralık 2017	60
4	Ocak 2018 - Eylül 2018	30
5	Ekim 2018 - Aralık 2018	15

Kaynak: ABM, 2019.

Euro bölgesi bir yandan bozulan aktarım mekanizmasının iyileştirilmesi ile uğraşırken, bir yandan da bütçe bozulmalarının hızının zayıflatılması ve nihayetinde bu bozulmanın giderilebilmesi için varlık alımlarına devam ederken, gelecek kriz riski beklentilerinin sarstığı piyasa güvenini tesisine ve istikrarlı büyümeye odaklanmaktaydı. Ayrıca kriz ortamında ve içinde bulunulan gelişmeler nispetinde

²³⁷ Philipp Hartmann, "The European Central Bank's Monetary Policy Framework Before And After The Crisis", **New Issues in Monetary Policy International Experience and Relevance for China**, Ed. by. Kai Guo, Alfred Schipke, PBC and IMF Joint Conference, March 27, 2014, Beijing, p.9, (Çevrimiçi)

<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/pbc/pdf/Book070214.pdf>, 21.04.2019.

* Asset Purchase Programmes (APP): Corporate sector purchase programme, public sector purchase programme, asset-backed securities purchase programme, covered bond purchase programme.

²³⁸ European Central Bank, "Asset Purchase Programmes", (Çevrimiçi)
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, 01.05.2019.

gelecek için yeni standartların geliştirilmesi de gerekmektedir. Bunlardan en önemlisi de “*yeni normalin*” sınırlarının ne olacağı konusuydu. Roller net şekilde belirlenmiş olması gereken yeni politika araçlarından hangisi geleneksel araç setine dâhil edilecek ve gelecekte krizin etkileri gidip, tümüyle ortadan kalktıktan sonra hangi geleneksel olmayan araçlardan vaz geçileceğine ya da bu araçlarla hangileriyle yeni geleneksel araçlar olarak yola devam edileceğine karar verilmesi gerekmektedir.²³⁹ Bu şartlar nispetinde yürütülen geniş çaplı varlık alımlarının ise ekonomideki iyileşme beklentisine hedeflendiği düzeyde tümüyle hizmet edemediği ama hedefi desteklediği gözlemlendi.

2.3.5. Döviz Piyasası Müdahalesi: BOJ Uygulamaları

Kriz öncesi Japonya ekonomisinin ana hatlarıyla genel görünümüne bakıldığında Japonya’da 2006’nın ortasında tüketimde yaşanan beklenmeyen düşüşe rağmen genel ekonomik yapının güçlü bir portre sergilemesi neticesinde istikrarlı bir büyüme oranında devam ederek, reel GSYH’de büyüme oranının % 2,2 potansiyelinin üzerinde seyrettiği görülmektedir. Öte yandan ilgili dönemde işsizliğin son dokuz yılın en düşük seviyesine gerilediği ülkede, iş ilanlarının iş başvurusu sahiplerine oranı 1992’den sonraki en yüksek seviyelerine ulaşmıştı.

Dünyadaki düşük enflasyona ve negatif faiz durumlarına sunulabilecek en net örneklerden olan Japonya ekonomisinin olumlu yönde seyreden genel iktisadi görünümünün yanında, ülke yüksek kamu kesimi borçluluğuna sahiptir. Ayrıca ülkenin yönetmekte en ciddi mesai harcadığı iktisadi konulardan biri ise piyasadaki para miktarının artırılması ile piyasada beklenen büyümenin gerçekleştirilemiyor oluşudur.

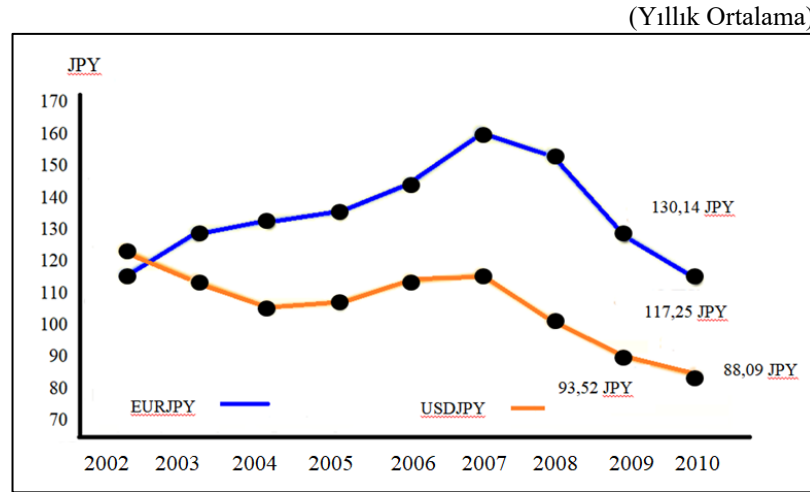
Krizin ilk izlerinin hissedildiği 2007 yılı itibariyle ise IMF gözlemlerine göre tüketici harcamalarına yönelik belirsizliğin korunduğu bir dönemde, ABD’de

²³⁹ Hartmann, **a.g.e.**, pp.8-12.

beklenenden daha keskin bir muhtemel durgunluğun Japonya ihracatını zayıflatabileceği yönündeydi.²⁴⁰

2008 krizinin etkilerinin küresel düzeyde sürdüğü ve AB piyasalarındaki bozulmanın yayılmaya başladığı dönemde Japonya ekonomisi, Yen'deki hızlı değer artışının önüne geçebilmek maksadıyla 15 Eylül 2010'da son altı yılda ilk kez olacak şekilde döviz piyasalarına yönelik bir müdahalede bulundu ve ABD Doları satın aldı. Japonya'da bilhassa ABD ekonomisi için gelecekle ilgili belirsizlik artıyorken ve döviz ile borsalar istikrarsız bir durumdayken bu müdahale gerçekleştirilmiştir. Mevcut küresel risklerin Japonya ekonomisine yönelik doğuracağı iktisadi olumsuzlukları bertaraf etmek için Maliye Bakanlığınca döviz piyasasında gerçekleştirilen bu işlemin istikrarlı bir döviz kuru oluşumuna katkıda bulunacağına dair kuvvetli bir beklenti içinde olunduğuna yönelik Japonya Merkez Bankası (BOJ) tarafından resmi bir açıklama yapılmıştır. Banka ayrıca bu açıklamasında parasal gevşemeyi sürdürürken, finansal piyasalara yeterli likidite sağlamaya devam edileceğini de kamuoyu ile paylaşmıştır.²⁴¹

Grafik 2.9.: Döviz Kurları (Japon Yeni, ABD Doları ve Euro)



Kaynak: BOJ, 2019.

²⁴⁰ Spillovers and Cycles in the Global Economy, **World Economic Outlook**, International Monetary Fund, April 2007, p.56, (Çevrimiçi)

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Spillovers-and-Cycles-in-the-Global-Economy>, 17.03.2019.

²⁴¹ "Statement by the Governor", **Bank of Japan**, Announcements, September 15 2010, (Çevrimiçi) <https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/danwa/dan1009b.htm/>, 16.06.2019.

Bu uygulama kamuoyunda bir tür merkez bankası müdahalesi olarak algılanmış olmakla birlikte, BOJ'un resmi açıklamasında Japonya Maliye Bakanlığı'nca gerçekleştirilmiş bir aksiyon olarak değerlendirilmiştir. Bundan önceki son müdahale 2004 yılında toplam 35 trilyon Yen harcayarak gerçekleştirilmiştir.²⁴² Son olarak 2011 yılı sonunda döviz müdahalesi gerçekleşerek Yen satışına gidilmiştir. Öte yandan 2018 yılında son on beş ayın en yüksek seviyelerinde seyreden Japon Yeni için (1 ABD Doları 106.5 Japon Yen'i iken) Japonya Maliye Bakanlığınca herhangi bir müdahaleye gerek olmadığı da belirtilerek piyasalar üzerinde güven tesis edilmeye çalışılmıştır.²⁴³

Son dönem döviz müdahalelerinde hükümet ile merkez bankası arasındaki kuvvetli işbirliğiyle müdahalenin etki çapının genişletilmesi hedeflenmiştir.²⁴⁴ Böyle bir hedefi gözetmek için ise Japonya örneği üzerinden, döviz piyasası müdahalesinde ülkenin yapısal unsurları kadar küresel konjonktürün de son derece önemli olduğu anlaşılmaktadır. Zira 2010 yılında yapılan müdahalede ABD piyasalarındaki artan istikrarsızlık unsurları ile gelişen belirsizlik, Japon ulusal parasındaki değerlenmeye hız vereceği için bu süreçte dolar alımı kaçınılmaz kabul edilebilmiştir.

2.3.6. Hedef Belirleme ve Hedefe Yönelik Takip Politikaları

Merkez bankaları kamuoyunun para politikası faiz oranındaki değişimleri öngörme yeteneğinin gelişmesine yardımcı olarak, enflasyon beklentilerini etkileyebilmektedir. Ancak kimi ampirik bulgular ise yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ekonomiler için yüksek derecede bir para politikası öngörülebilirliğinin sağlanmasının güçlüğüne işaret etmektedir.²⁴⁵ Buna karşın olası bir pozitif yönlü ilişki enflasyon oranı, fiyat düzeyi ve ekonomik büyüme hedefleri gibi merkez bankası

²⁴² Kazumasa Iwata, Shinji Takenaka, "Central Bank Balance Sheet Expansion: Japan's Experience", **BIS Papers**, No 66, p13, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap66g.pdf>, 16.06.2019.

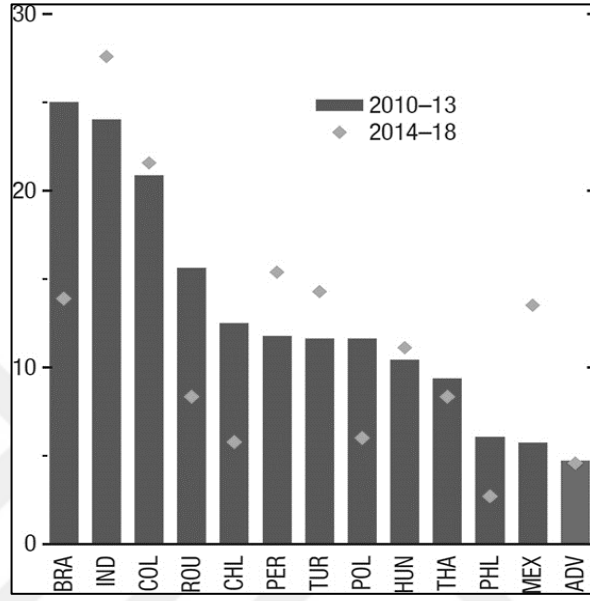
²⁴³ Robin Harding, "No Need for Yen Intervention, Says Japan's Finance Minister Tokyo", *Financial Times*, February 15, 2018, (Çevrimiçi) <https://www.ft.com/content/63a10006-1217-11e8-8cb6-b9ccc4c4dbbb>, 16.06.2019.

²⁴⁴ Shinji Takagi, **Conquering the Fear of Freedom: Japanese Exchange Rate Policy since 1945**, USA, Oxford University Press, 2015, p.246.

²⁴⁵ World Economic Outlook, IMF, 2018 October, p.121.

hedeflerinin kamuoyu ile paylaşılması sürecinde aynı zamanda kamuoyunun manipüle edilebilme riskini de doğurmaktadır.

Grafik 2.10.: Sürpriz Para Politikası Kararlarının Sıklığı



Kaynak: IMF World Economic Outlook
(Bloomberg Finance L.P. ve IMF hesaplamaları ile*)

IMF, para politikası eylemlerinin öngörülebilirliğinin zayıf olmasının, enflasyon artışlarına yönelik beklentiler üzerindeki etkisi hususunda anlamlı bir ilişkinin var olduğunu savunmaktadır. Zayıf öngörülebilirlik için iki olasılık bulunmaktadır. Bunlardan ilki merkez bankasının politika stratejisi hakkında kamuoyunun anlamadığı bir durumun olmasıdır. İkinci olasılık ise kamuoyunun merkez bankasının fiyat istikrarına yönelik kuşku besliyor olmasıdır. Her iki olasılıkta da para politikasının öngörülebilirliği ile orta vadeli enflasyon beklentilerinin sabitleme derecesi arasında anlamlı bir ilişki olduğu düşünülmektedir.

Bu doğrultuda hedef belirleme ve hedefe yönelik takip politikaları merkez bankalarının kamuoyuna yönelik yönetimsel başarıları için özel bir anlam ifade etmektedir. Zira aksi bir durumda yanlış yönlendirilmiş olan kamuoyunun öngörme

* ADV = Sekiz gelişmiş ekonomi için ortalama. Sürprizler, para politikası oranına ilişkin karar ile Bloomberg tarafından politika duyurusunun yapıldığı gün ankete katılan analistler arasındaki ortalama tahmin arasındaki farktır.

yeteneği gelecek için yanıltıcı bir atakla karşılaşmış olacaktır. 2008 krizi ile ise hedef belirleme ve hedefe yönelik takip politikaları İngiltere ve Çin merkez bankalarının uygulamalarından takip edilebilmektedir.

2.3.6.1. Enflasyon Oranı Hedefleme ve Fiyat Düzeyi Belirleme: BoE Örneği

%2 enflasyon hedefi ile 2019 Nisan ayı itibariyle %1,9 enflasyon oranına sahip olan İngiltere²⁴⁶ (1990’larda Yeni Zelanda ile birlikte enflasyon hedeflemesinin ilk takipçileri arasında yer alarak) Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasından çıktıkdan sonra 1992’de bunu bir politika rejimi olarak uygulamaya başlamış ve nominal çapa olarak döviz kuru yerine enflasyon hedefini tercih etmiştir.

Başlangıçta, enflasyon oranı %1-%4 arasında bir hedef aralığında belirlenmiş, ardından İngiltere Merkez Bankası’na (Bank of England–BoE) Mayıs 1997’de operasyonel bağımsızlık verildiğinde* hedef %2,5’da tutulurken, bu oran 2003’te %2 olarak revize edilmiştir.²⁴⁷

Tüm bunların yanında tam da krizin derinleştiği 2008 yılında BoE’da yayınlanan bir incelemede de gösterilmektedir ki Granger nedensellik analizine tabi tutulan İngiltere’de 1997 üçüncü çeyreği ile 2007 yılı sonu arasındaki enflasyon ve enflasyon beklentisi arasındaki ilişkin oldukça belirsizdir.²⁴⁸ İngiltere’de uygulana gelen para rejimi üzerinden bu iki parametrenin birbirleri ile arasındaki ilişkinin

²⁴⁶ “Inflation and the 2% Target”, **Bank of England**, (Çevrimiçi)

<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>, 11 Nisan 2019.

* İngiltere Merkez Bankası’nın Mayıs 1997’de operasyonel bağımsızlık kazanması üzerine, faiz oranları konusundaki karar, Maliye Şansölyesinden Bankanın Para Politikası Komitesi’ne (MPC) devredilmiştir. İngiltere Merkez Bankası, 1997 yılına kadar para politikası konusunda yasal bir yetkiye sahip değildi ve sadece para politikası ile ilgili önerilerde bulunabilirdi. Enflasyon için % 2,5’lik hedefin belirlendiği Mayıs 1997’de İngiltere Merkez Bankası’na faiz oranlarını belirleme gücü verildi ve banka para politikasında operasyonel bağımsızlığa sahip bir role erişmiş oldu.

²⁴⁷ Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Pearson, Seventh edition, 2004, p.502.

²⁴⁸ Roger Kelly, “The Causal Relationship Between Inflation and Inflation Expectations in The United Kingdom”, **External MPC Unit Discussion Paper**, No. 24, 01 July 2008, p.10-11 (Çevrimiçi)

<https://www.bankofengland.co.uk/external-mpc-discussion-paper/2008/the-causal-relationship-between-inflation-and-inflation-expectations-in-the-uk>, 11.04.2019.

belirsiz olduğunu farklı ampirik yöntemlerle destekleyen analizler ve takip eden yıllarda kamuoyunda oluşan beklentiler ile BoE'nin enflasyon ve enflasyon beklentisi arasındaki ilişki özelinde fonksiyonel olarak bankanın yeni bir yaklaşıma sahip olma yönündeki baskılar giderek artmıştır.

Kriz yıllarını takiben 2010 yılında Dale, Proudman ve Westaway tarafından yapılan bir inceleme ile enflasyon hedeflemesinin sürdürülmesi iddiası mercek altına alınmıştır. Çalışmada enflasyon hedeflemesi ile mevcut rejimin finansal kriz sırasında güçlü ve kararlı para politikası uygulamalarını kolaylaştıran açık bir politika pusulası sağladığı ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının İngiltere makroekonomik politika çerçevesinin temeli olarak kalması gerektiği ileri sürülmüştür. Ancak ilgili dönem itibariyle gelecekte finansal piyasalardan kaynaklı, ekonomide oluşabilecek muhtemel bir istikrarsızlığın da önlenmesinde politika yapıcılar için mevcut olan araç çeşitliliğini genişletme ihtiyacı başta olmak üzere eldeki deneyimlerin dikkate alınması gerekliliği de halen varlığını muhafaza etmiştir.²⁴⁹ Zira 2008 krizi ve ardından gelen durgunluk, acil durum önlemlerini zorlamıştır ve fiyat istikrarına odaklanmış olan mevcut parasal çerçevenin geçerliliği de sorgulanmaya başlanmıştır. Nihayetinde bu gelişmeler 2013 yılı itibariyle politikada bir revizyona gidilmesini kaçınılmaz kılmıştır.

Öncelikle İngiltere Merkez Bankası'nın geleneksel olmayan enstrümanların kullanımı resmi olarak yetkilendirilmiş ve ilgili kullanımına dair düzenleme şartları onaylanmıştır. Ardından, enflasyonun volatilitesi ile çıktı volatilitesi arasındaki değiş tokuşun dikkate alınmasında İngiltere Merkez Bankası'na tahsis edilen takdirin kapsamı açıklığa kavuşturulmuştur. Son olarak ise para ve finansal politikalar arasında daha fazla koordinasyon çerçevesinde ek takdir yetkisi verilmiştir.

Kriz sonrası atılan bu adımlar ile BoE fiyat istikrarı hedefinin yanında büyüme gibi makro iktisadi göstergelere yönelik hedeflere yönelmiştir ve bu hedefler için sarf ettiği gayretleri ile de aynı zamanda fiyat istikrarına katkı sağlamayı önceliklendirmiştir. 2008 mali krizi ve sonrasında yaşananlar, İngiliz ekonomik ve

²⁴⁹ Spencer Dale, James Proudman, Peter Westaway, The Inflation-targeting Regime In The United Kingdom: A View from Threadneedle Street, **Oxford Review of Economic Policy**, Volume 26, Issue 1, Spring 2010, Pages 3–14, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1093/oxrep/grp033>, 10.04.2019.

politik görüş birliğini olası tüm ihtimaller için bu zamana kadar henüz sınanmadığı halde enflasyon hedeflemesi stratejisi lehine tamamen bozmadı ve krizin etkilerinin hissedildiği yıllar boyunca süren tartışmalara rağmen bu uygulama sona erdirilmemiştir. Ancak muhtemel bir stagflasyon durumunda BoE'nın aynı anda fiyat istikrarı hedefi ile büyüme ve istihdam hedeflerine sahipken bu değişkenler arasında nasıl bir eşgüdüm izleyeceği de merak konusudur.²⁵⁰

Bu konuda son olarak eklenebilecek bir diğer husus da enflasyon hedeflemesinde gözetilecek olan tahmin ufkuna aittir. Geçmiş çalışmalar finansal unsurların enflasyon tahmini ve kaynak kullanımı üzerindeki etkisinin değerlendirilmesinin daha uzun tahmin ufkunu gerektirebileceği yönünde sonuçlar sunmaktadır.²⁵¹

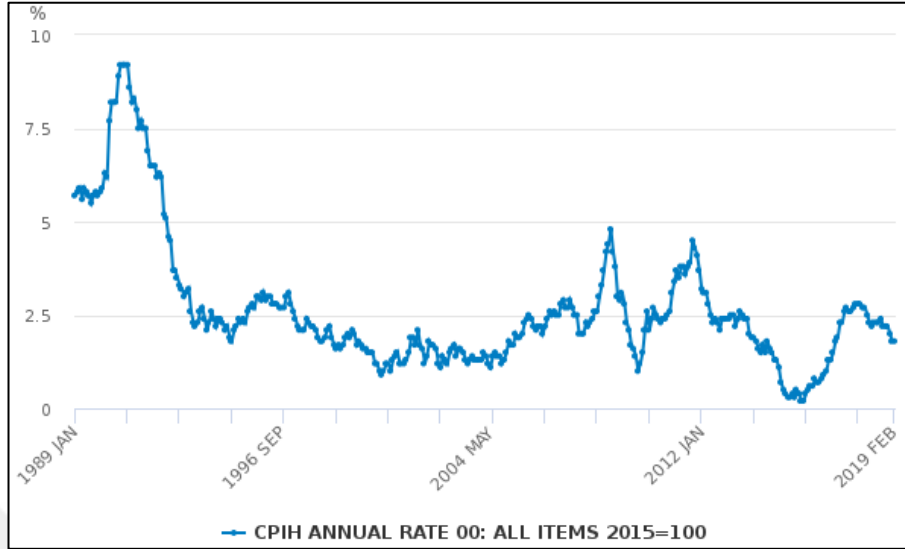
Fiyat istikrarını tesis edebilmek amacıyla kullanılabilen bir diğer para politikası aracı olan fiyat düzeyi hedeflemesi ise tıpkı enflasyon hedeflemesi gibi tüketici fiyat endeksi için belirli hedeflere odaklanılması şeklinde uygulanmaktadır. Enflasyon hedeflemesine yönelik alternatiflerden biri olan fiyat seviyesi hedeflemesi ile merkez bankası fiyat seviyesini önceden belirlenmiş bir büyüme düzeyinde tutmayı amaçlar. Enflasyon hedeflemesinden farklı olarak fiyat düzeyi hedeflemesi takip edilirken belirlenen hedeflerde geçmiş dönemlerde yaşanmış olan saplamaları onarmak suretiyle bu hedef gerçekleştirilir.²⁵²

²⁵⁰ Nathalie Champroux, "The Consequences of The 2008 Crisis on Britain's Inflation Targeting Framework", **Revue Française de Civilisation Britannique**, 2016, p.9-10, (Çevrimiçi) <http://journals.openedition.org/rfcb/1121>, 11.04.2019.

²⁵¹ Lars E.O. Svensson, "Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis", **Sveriges Riksbank**, Amsterdam, 21.09.2009, p.8 (Çevrimiçi) <http://archive.riksbank.se/en/Web-archiv/Published/Speeches/2009/Svensson-Flexible-Inflation-Targeting-Lessons-from-the-Financial-Crisis/index.html>, 11.04.2019.

²⁵² John C. Williams, "Inflation Targeting and the Global Financial Crisis: Successes and Challenges", **Conference on Fourteen Yearretis of Inflation Targeting in South Africa and the Challenge of a Changing Mandate**, Federal Reserve Bank of San Francisco, (Prepared for the South African Reserve Bank), October 31, 2014, p. 14, (Çevrimiçi) <https://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/williams-speeches/2014/october/inflation-targeting-global-financial-crisis/>, 11.04.2019.

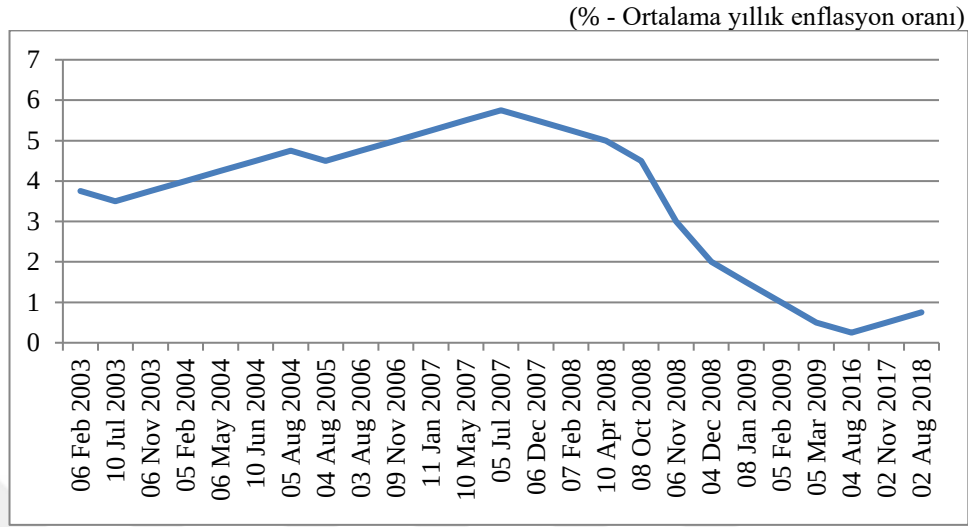
Grafik 2.11.: İngiltere Tüketici Fiyatları Endeksi



Kaynak: Office for National Statistics

Krizle yaygınlaşan, faizlerdeki sıfır ve sıfır alt bandı uygulaması tercihi ilgili ülkeleri enflasyon hedeflemelerinde daha yüksek oranları belirleme zorunluluğuna itti ve böylelikle bu tercih enflasyon özelinde bir riskin oluşumunu da tetikledi. (Sıfır alt bandı tercihi, ekonomileri fiyat düzeyi belirleme hedefinin veya merkez bankasının tepki işlevinde daha fazla geçmişe bağımlılık içeren bir para politikasının benimsenmesini de gündeme getirmiş oldu. Fiyat düzeyinde hedefleme, ortalama enflasyon hedeflemesi veya nominal GSYH düzeyinde hedefleme gibi zaman ile tutarlı olmayan taahhütler, kriz ortamında giderek daha sık akla gelen çözümlerden olmaya başladı. Merkez bankaları 2008 krizi özelinde genel olarak bu seçeneklerden herhangi birini kalıcı bir şekilde benimsemekte tereddüt etmelerine rağmen, bunları geçici sürelerle asimetrik bir biçimde kullanmayı tercih edebildiler.

Grafik 2.12.: İngiltere Banka Faiz Oranları



Kaynak: Bank of England²⁵³

Görüldüğü üzere merkez bankaları gerekli durumlarda dolaylı dahi olsa ani araç değişiklikleri ile geleneksel olmayan yöntemlere kısa süreliğine başvurabilirler. Bu olasılıklar bir tür acil çıkış kapısı gibi değerlendirilmektedir. Örneğin, işsizlik oranı belli bir seviyenin altına düşene kadar faiz oranlarını yükseltmemeyi taahhüt etmek ve bazı enflasyon artışlarına izin vermek nominal GSYH hedeflemesinin melez bir şeklidir. IMF başta olmak üzere²⁵⁴ küresel iktisadi örgütler ise merkez bankalarının bu gibi eylemlerini tabi bir durum olarak değerlendirmekte ve sistemin ekosisteminin bir tür gerekliliği olarak görmektedir.

Pratikte ise Birleşik Krallık özelinde kriz öncesinde enflasyon, fiyat ve çıktı değişkenliğinin hesaplandığı bir nicel analiz aracılığıyla elde edilen sonuçlar kriz sonrası mukayeseleri için kapsamlı bir veri imkanı sunmaktadır. Burada ilk önce fiyat seviyesinin aşırılıkları ile enflasyon hedeflemesi arasında oluşabilecek rejimlerin sonuçları açıklanarak, enflasyon ve fiyat seviyesi hedeflemesi arasındaki ara rejimlere bakılmıştır ve iki ara rejim spektrumu tanımlanmıştır.* İncelemeye konu edilen

²⁵³ “İngiltere Banka Faiz Oranları”, **Bank of England**, (Çevrimiçi)

<https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/timeseries/l55o/mm23>, 11.04.2019.

²⁵⁴ Hartmann, **a.g.e.**, p.6-7.

* İlk spektrum, politika yapımcıların fiyat seviyesinin doğrusal bir kombinasyonundan ve enflasyon hedefinden (optimal kontrol spektrumu) ayrılmayı cezalandıran bir kayıp fonksiyonunu en aza indirdiğini varsaymak suretiyle elde edilen faiz oranı için bir dizi optimal kontrol kuralı olarak

rejimlerin enflasyon, üretim ve fiyat seviyesi farklılıklarının, rejimler arasında değişkenlik göstermediği gözlenmiştir. Sonuçta ise, öncelikle ekonomideki aktörlerin ileriye dönük davranışlarının derecesinin önemine vurgu yapılarak, ileriye dönük davranışların (beklentilerin) çeşitli rejimlerin göreceli performansını nasıl etkilediğinin, parasal aktarımın beklenti kanalını nasıl etkilediğine bağlı olduğu sonucu elde edilmiştir.

Burada politikanın pratikte nasıl uygulandığı, sonucu doğrudan etkileyen bir unsurdur. Kriz yılları öncesinde, ilgili uygulanma usulleri dikkate alınarak, optimum kontrol altında gelecekteki değişkenlerin tahminlerine cevap veren basit kurallar için geçerli olmak üzere enflasyon hedeflemesi, fiyat hedeflemesi ve ayrıca ek olarak tercih edilecek melez rejimlerin istikrarlı ve benzersiz dengeye yakınlaşan çözümler sunma yetisine sahip olabileceğine dair genel bir kanaat mevcuttur. Öte yandan, ilgili rejimlerin göreceli değerlerinin, fiyat istikrarına ek olarak, merkez bankasının diğer tercihlerinin neler olduğuna dayanıyor olması ise bir diğer belirleyici unsur oluşturmaktadır. *Genel olarak, çıktı dengeleme tercihi fiyat dengelemesine göre arttığında, politika, çıktı açığı kanalı üzerinden çalışma kabiliyetinde kısıtlandığı için enflasyon kontrolü zorlaşır.* Diğer değişkenler sabitken bu durum, enflasyon hedeflerinin enflasyon dengeleme özelliklerini fiyat seviyesi hedeflerine göre olumsuz etkileyebilmektedir. Son olarak, faiz için bir sıfır sınırına ulaşma olasılığı, ekonomideki ileri görüşlü davranış derecesinin bir fonksiyonu olabilmektedir. Genel olarak bu hedeflere yakın fiyat seviyesi hedefleri ve melez rejimler, nominal faiz oranlarında daha yüksek oynaklığa yol açmaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedefleri ve bu hedeflere yakın melez rejimler daha nitelikli sonuçlar elde edilmesine hizmet etmektedir.²⁵⁵

Kriz döneminde ise esnek enflasyon hedeflemesi stratejisinin, genel fiyat seviyesi hedeflemesi stratejisi ile yer değiştirmesi olasılığı en başlardan düşük bir

tanımlanmıştır. İkinci spektrum, gerçek fiyat ve enflasyon sapmalarından (cari veya öngörülen) fiyat seviyesi ile enflasyon hedefinin doğrusal bir kombinasyonundan kaynaklanan geri besleme ile beslenen faiz oranı için Taylor benzeri bir kurallar kümesi olarak tanımlanmıştır.

²⁵⁵ Nicoletta Batini and Anthony Yates, “Hybrid Inflation And Price Level Targeting”, **Bank of England Working Paper**, No. 135, 25 May 2001, p.23-24, (Çevrimiçi) <https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2001/hybrid-inflation-and-price-level-targeting>, 11.04.2019.

ihtimal olarak değerlendirilmişti. Güncel deneyimler ve elde edilen bulgularla yetinilerek, deneysel çalışmaların sonuçları kesinlik kazanmadan, krizin ilk aşamalarında itibaren para politikasının stratejik çerçevesinin değiştirileceğine inanılmıştır ve bu süreçte, enflasyon ile fiyat düzeyi belirleme arasındaki kararlar da enflasyon hedeflemesi rejimi galip gelmiş görülmektedir. Ancak yine de fiyat düzeyi hedeflemesini gözetecek ekonomiler için bu alanın otomatik dengeleyicileri temsil etmesi ve enflasyon hedeflemesine kıyasla çıktıdaki değişimi azaltacak açık bir alan olarak gelişim gösterebilmesi de olasıdır.²⁵⁶

2.3.6.2. Ekonomik Büyüme Hedeflemesi: PBoC Örneği

2008 krizinin etkileri Çin Halk Bankası'nın da para politikalarının yönüne, odağına ve yoğunluğuna ilişkin bir takım ayarlamalar yapmasına sebep oldu ve krizin sebep olduğu şoklarla başa çıkmak için orta derecede gevşek para politikaları uygulanmaya başlandı.

Hükümetin başlıca hedefi yeterli likiditeyi sağlamak, parasal kredinin istikrarlı bir parasal büyüme ile nihayetinde ekonomik büyümeye verilen desteği güçlendirmesi olduğu için bu doğrultuda farklı para politikası araçlarının entegre kullanımı yoluyla bir dizi esnek ve güçlü tedbirler alınması üzerine hükümet Çin'in merkez bankasına görevler yükledi.

2008 sonunda, Çin'in geniş para arzı yıllık % 17,8 artışla 47,5 trilyon Yuan, GSYH ise bir önceki yıla göre % 9 artarak 30,1 trilyon Yuan olarak gerçekleşti. Görülen o ki uygulanan para politikası bir dereceye kadar ekonomik büyümeye ve fiyat istikrarının artmasına yardımcı oldu. 2009 yılında ise ekonomik büyüme ve kalkınma için finansal desteği güçlendirmeye devam etmek adına Çin, bankacılık sisteminde yeterli likiditeyi koruyarak, finansal kuruluşları kredi arzını artırmaya ve kredi yapısını optimize etmeye yönlendiren politikalara eklemleyerek, orta düzeyde gevşek para politikaları uygulamaya devam etti.

²⁵⁶ Šehović, a.g.e., p.68-69.

2009 yılı sonunda Çin'de parasal likidite sürekli olarak artmaya devam ederken, yeni borç verme kapasitesi de bir önceki yıla göre 9.59 trilyon Yuan arttı. İlgili yılda ekonomik büyümeyi çeyreklik hızlandıran bir etki görüldü. Bunun alt yapısında ise piyasa güveninin açıkça arttığı, iç talebin hızlı bir şekilde arttığı, dış talebin bir miktar toparlandığı, etkin bir şekilde artan orta düzeydeki para politikalarının uygulanmasıyla işletme karlarının arttığı, hane halkı gelirin istikrarlı bir şekilde arttığı ve istihdam durumunun beklenenden daha iyi olduğu gözlenmiştir.

2010 yılına gelindiğinde ise Çin, kolay para politikalarını uygulamaya devam etmekle birlikte aynı zamanda, para politikası araçlarının entegre kullanımıyla kriz koşullarını yavaş yavaş telafi etmek için iyileştirme çalışmalarını devam ettirmiştir. Dünya genelinde uygulanan gevşek likidite ve Çin'in uluslararası ödemeler dengesindeki yüksek ticaret fazlası nedeniyle 2010'da Çin'de likidite arzı artmış ve bu nedenle reeskont oranlarını yükselterek, açık piyasa işlemleri ve diğer benzer araçlar ile bankacılık sisteminin aşırı likiditesinden kaynaklanan dalgalanmaların giderilmesi hedeflenmiştir.

2011 yılında, makro kontrolün birincil görevi olan genel piyasa fiyatı seviyesinin korunmasına ilişkin temkinli para politikaları uygulanmıştır. 2011 yılının ilk yarısında, yetkililer reeskont oranını altı kez artırırken, aynı zamanda hem aşırı likiditeyi dengelemeyi hedefleyerek (eş anlı olarak APİ'ye başvurmaya devam ederken), parasal koşulların kriz için uygulanmaya başlanan serbest durumdan normal durumuna geri döndürülmesine de başlamışlardır. Ayrıca, kredi ve borç verme faiz oranları artırılmış ve paralel olarak bankalar arası piyasa faiz oranlarında da bir artış yaşanmıştır.

2012'de Avrupa borç krizi ve ABD'de yüksek işsizlik ve yüksek borç çıkmazıyla birlikte küresel toparlanmanın istikrarsızlaştırıcı faktörleri ve belirsizlikleri artarken, Çin'de *“sürekli büyümeyi sağlamak, fiyatları kontrol etmek ve ekonomik yapıyı ayarlamak”* hedefleri doğrultusunda makroekonomiye yönelik yapısal

iyileştirmeler, büyüme hedefleri ve enflasyon yönetimi istikrarlı bir para politikası uygulaması ile desteklenmiştir.²⁵⁷

Çin'in 2008 krizinden genel olarak başarılı bir yönetim stratejisi takip ederek, olabilecek en az hasarla bu süreci atlattığı ve küresel krizi diğer birçok ülkeden daha iyi yönettiği söylenebilir. Örneğin Kasım 2008'de ülkeyi mali krizin olumsuz etkilerinden korumak amacıyla açıkladığı 4 trilyon CNY (585 milyar ABD doları) teşvik paketi programı, piyasaların olumsuz beklentilerini gidermeye yardımcı oldu ve düşen dış talebe karşılık önemli bir destek mekanizması geliştirerek ekonomik büyümeye pozitif katkı sağladı. Ancak kriz sırasında ekonomik büyümeyi teşvik etmek için uygulanan politikalar, ülkenin makroekonomik dengesizliklerini de besledi. Özellikle, teşvik programı yatırımı desteklerken, hane halkının tüketimi nispeten düşük kaldı. Bu ekonomik dengesizliklerin iyileştirilmesi için ise Çin Hükümeti ulusal önceliklerinden olan hızlı ekonomik büyümenin etkilenmesi pahasına bir süreliğine daha dengeli bir ekonomik model geliştirmeyi amaçlayan ekonomik önlemleri tercih etti.

Gelecekte, Çin Halk Bankası'nın daha iyi kurgulanmış bir para politikası ile ileriye dönük daha iyi hedeflenmiş bir makro düzenleme mekanizmasına sahip olması beklentiler dâhilindedir. Eldeki hedefler ve ilerleme raporlarından da anlaşılmaktadır ki ekonomik büyümenin sürdürülmesi, ekonominin yeniden yapılandırılması ve enflasyon beklentilerinin yönetilmesi ile istikrarlı bir enflasyon düzeyiyle hızlı bir ekonomik büyüme sağlanması arasında bir denge kurulabilmesi olasıdır.²⁵⁸

2.4. MERKEZ BANKACILIĞININ 2008 KRİZİ EDİNİMLERİ

2008 krizi ile birlikte merkez bankacılığını doğrudan etkileyen düzenlemeler ve krizin etkilerini gidermeye dönük uygulamalar merkez bankacılığı üzerinden bir

²⁵⁷ Hui Zhou, **China's Monetary Policy Regulation and Financial Risk Prevention The Study of Effectiveness and Appropriateness**, 2015, Springer, p.22-25.

²⁵⁸ Wang Yu, "The Adjustment Of China's Monetary Policy Stance in The Face of Global Volatility", **BIS Papers**, Feb 2013, No 70, p.148, (Çevrimiçi) https://www.bis.org/author/wang_yu.htm, 11.04.2019.

takım deneyimlerin geçmişe nazaran daha belirgin bir hal almasına yol açmıştır. Sermayenin yeni standartlarını düzenleyen yeni Basel III normları ile krizin etkili olduğu sürede ve sonrasında uygulana gelen merkez bankacılığı faaliyetlerinin genel iktisadi işleyişe dönük sunduğu kazanımlar ise ilgili deneyimlerin şekillenmesinde doğrudan etkili olan unsurların başında gelmektedir. Öte yandan geçmiş krizlerde de deneyimlenen merkez bankaları arası parasal müttefiklik, parasal istikrara dönük yaklaşımlar ile ulusal paranın güvenliği özelindeki gelişmeler de 2008 krizi merkez bankacılığı özelinde etkili olan diğer belirleyici unsurlar arasında yer almaktadır.

2.4.1. Sermaye Standartlarının Güncellenmesine Dönük İhtiyacın Belirlenmesi

2008 krizi ile finansal standartların krize sebep olan unsurlara odaklanılarak gerekli düzenlemelerin şekillenmesi hız kazanırken, bir yandan da değişime yönelik gerekliliğin temelde tek başına finansal bir kriz ile gelişmediğine yönelik farkındalığın krizin etkileri hissedilmeden önce oluştuğu görülmektedir. Henüz krizin adı konulmadan önce, likidite riskinin yönetimine odaklanmış uluslararası örgütlerden olan Uluslararası Finans Kurumu (Institute of International Finance-IIF) bu anlamda bir takım gerekliliklerin altını çizmişti. Bünyesinde Likidite Riski Özel Komitesi bulunan IIF, likidite riskinin fonlanmasına dair uygulamaları mercek altına aldığı 2007 yılındaki raporunda yalnızca finans endüstrisinin sigorta sektörü ve hedge fon alanlarını değil aynı zamanda ticaret ve yatırım bankalarının sahip oldukları likidite sorunlarına da dikkatleri çekmişti. Raporda her ne kadar likidite risk yönetimi açısından şirketler bazlı kaygı uyandıracak bir durumun olmadığını belirtilmişse de analizler likidite yönetiminden kaynaklı olabilecek pek çok riskin ve bunların bulaşma ihtimalinin altını çizerek, bir takım tavsiyelerde de bulunulmuştur. “*Değişen Uluslararası Ortam ve Koşullarda Yeni Ortaya Çıkan Likidite Sorunları*” başlığı altında, güncel piyasa gelişmelerinden yola çıkılarak sunulan analizlerle firmaların âdemi merkeziyetçi ya da merkezi bir likidite yönetimi usulünü seçmiş olmaları göz ardı edilerek bulaşma riskinin erken öngörülmesini ve buna yönelik sorunların giderilebilmesini temin etmek için “*merkezi bir likidite yönetimi gözetleme ve*

denetleme organının” kurulması tavsiye edilmiştir.²⁵⁹ Öte yandan, merkez bankalarının likidite amaçlı sağladığı gün içi teminatlı kredilerde (teminat maliyetini düşürmek ve ödemelerdeki tehirleri engelleyebilmek adına) mümkün olduğu kadar geniş bir aralıkta teminat kabul edebilmesi için önemli bir gerekçesi olması gerektiği de vurgulanmıştır.²⁶⁰ Özellikle ödeme sisteminde kabul edilebilir teminatlar, yükümlülüklerini yönetmesi gereken firmalar için küresel kriz öncesinde de bir sorun olarak görülmektedir. Bu süreçte, bankacılığın işleyişindeki değişikliklerden kaynaklı sorunların başında bankaların teminatlı finansmana daha fazla yönelmesini sağlayan piyasa gelişmeleri ve düzenleyici mevzuatlar (buna BASEL II de dahil) gelirken, bunlar varlık temelli menkulleştirme alternatiflerinin gelişimine de öncü olmuştur. Bir diğer sorun ise bankaların kredi türev enstrümanlarından kaynaklanan bir serbestlik alanına maruz kalmaları ve bu alandan doğabilecek risklerden kaynaklı olan gelişmelerdir. Hem menkulleştirme hem de kredi türev enstrümanlarıyla uzun vadeli risklerin piyasa oyuncularına devredilmesine izin verilmesi, sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarının bankalarca transfer edilen riski üstlenmeleri anlamına geliyordu. Bu risk bilhassa stres zamanlarında yeterli sermayeye sahip olmayan kurumlara zarar verebilecek marazları içermektedir.²⁶¹ Sonuç olarak, düzenlemeleri uygulamayan kurumların denetim mekanizmasına takılmadan faaliyetlerini sürdürebilmeleri ya da denetim organlarının düzenlemeleri gevşetmiş olmaları ile bu risklerin bulaşıcılığını artırılarak, 2008 krizinin gelişim gerekçelerinden biri büyütülmüştür.

Sermayenin mevcut standartları çerçevesinde gelişen negatif unsurlar finansal kriz ile belirginleşince krizin iyileştirilmesi için mevcut standartlar yeniden ele alınırken, bu durum bir yandan da gelecek kriz senaryoları için olası risklerin hesaplamasındaki temel göstergelerden biri olarak kabul edilmiştir. Kriz ile *“farklı sermaye bileşenleri arasında kesin bir sınırın bulunmaması, düzenleyici unsurların tanımlanması ve uygulanması arasındaki çelişki, düzenleyici sermaye tabanının şeffaflığının zayıf olması”* mevcut sermaye tanımının kusurlarının sınırlarını

²⁵⁹ “Principles of Liquidity Risk Management”, IIF’s Working Group, **Institute of International Finance**, March 2007, Washington, p.8-9, (Çevrimiçi) <https://www.iif.com/Publications>, 06.12.2018.

²⁶⁰ **A.e.**, p. 16-17.

²⁶¹ **A.e.**, p. 14.

belirledi.²⁶² Bu doğrultuda 2008 krizi ile gelişen aksaklıklar da dikkate alınarak bankacılık faaliyetlerinin uluslararası standartlarının belirlenmesini hedef alan BASEL kararları, 12 Eylül 2010 tarihinde BASEL III kararları olarak güncellenip, sermaye gereksinimi ve standartları yeniden şekillendirildi. Basel II'ye ek düzenlemelerin getirildiği Basel III ile risk yönetimi uygulamalarının geliştirilmesi, kaynağı ayırt edilmeksizin her türlü iktisadi şoklara karşı bankacılık sisteminin ve yanı sıra bankaların şeffaflık ve kamuoyunu aydınlatma vasıflarının güçlendirilmesi hedeflenmiştir. Bu hedeflerin gerçekleştirilmesi içinse mevcut asgari sermaye oranının hem artırılması hem de niteliğinin değiştirilmesine önem verilmiştir.

2.4.2. BASEL III ve Sermayenin Yeni Standartlarının Merkez Bankacılığına Etkileri

2008 krizi ile likit varlıkların niteliksel ve niceliksel olarak düşmesine göz yumulmasının bilhassa finansal kırılganlıkların yoğunlaştığı zamanlarda bankacılık sisteminin yapısal zafiyetlere maruz kalmasına sebep olduğu görüldü. Mevcut paranın çok azının nakit, büyük kısmının banka ve elektronik para olması sebebiyle problem çok daha ciddi bir boyut kazandı. Dolayısıyla “parasal sistemin omurgası” olarak adlandırılan yapı bu zamana dek olandan çok daha hafif ve dengeden sapmaya elverişli hale geldi. İlgili açığın giderilmesi için ihtiyaç duyulan düzenlemeler ulusal ve uluslararası düzeyde kamu kesimi ve özel sektör paydaşlarının önceliklerine ve yaşanan realiteye karşı istahlarını dizginleyebilme düzeylerine göre sistemin regüle edilmesi gerekliliği üzerine şekillendi. 2008 krizi ile likit varlığın ve sermayenin standartlarının yeniden gözden geçirilmesi gerekliliği yalnızca ABD'nin değil küresel sistemin içinde varlığını sürdüren tüm ekonomilerin ortak ihtiyacı halini almıştı.²⁶³

²⁶² “Financial Stability Review”, ECB, December 2010, p.125, (Çevrimiçi) https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/all_releases.en.html, 04.12.2018.

²⁶³ Marcello De Cecco, “International Financial Regulation and Supervision”, **The G20 And Recovery and Beyond, An Agenda For Global Governance For The Twenty-First Century**, Ed. by. Jean-Paul Fitoussi, Joseph E. Stiglitz, and the Paris Group, Columbia University, February 2011, p. 59, (Çevrimiçi) https://www.die-gdi.de/fileadmin/user_upload/pdfs/messner/Fitoussi_Stiglitz_The_G20_and_recovery_and_beyond.pdf, 24.05.2017.

Tablo 2.9.: Finansal Piyasaları Düzenleyici Uluslararası Kurumlar

KURUM	GÖREV	İLGİLİ KURUMLARDA TÜRKİYE'NİN TEMSİLİ
Uluslararası Ödemeler Bankası* <i>Bank for International Settlements (BIS)</i>	1930'da kurulan İsviçre merkezli örgüte dünyadaki pek çok merkez bankası üyedir. BIS ve ilgili komiteleri küresel finansal krizden kaynaklanan gelişmelere yönelik küresel çapta düzenleyici çalışmaların çoğuna öncülük etmiştir.	“TCMB, BIS’e 1951 yılında üye olmuştur. Toplam 40 milyon SDR (özel çekme hakkı) değerinde 8.000 adet hissesi bulunan TCMB’nin BIS’in toplam sermayesi içindeki payı binde 15’tir.”
Basel Bankacılık Denetim Komitesi** <i>Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)</i>	Basel Komitesi 1974 yılında BIS çatısı altında kurulmuştur. Bankaların ihtiyati düzenlemesinin birincil küresel standart belirleyicisidir. Görevi, finansal istikrarı artırmak amacıyla dünya çapındaki bankaların düzenlenmesi, denetlenmesi ve uygulamalarının güçlendirilmesidir.	TCMB ve BDDK, Basel Bankacılık Denetleme Komitesi'nde temsil edilen kurumlar arasında yer almaktadır.
Finansal İstikrar Kurulu <i>Financial Stability Board (FSB)</i>	G20 ülkeleri tarafından 2009 yılında küresel finansal sistemin izlenmesi ve tavsiyelerde bulunulması için oluşturulan küresel bir gruptur. FSB, ulusal otoritelerin ve uluslararası standart belirleyicilerin çalışmalarını koordine eder ve finansal istikrarı artırmak için politikalar geliştirir.	T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı ile TCMB üye ülke yetkili kurumları arasında yer almaktadır.

Kaynak: TCMB, BIS, BCBS, FSB.

* BIS'de bulunan komiteler arka plan analizi ve politika önerileri sunarak merkez bankalarını ve finansal istikrardan sorumlu diğer yetkili makamları desteklemektedir. Bu Komiteler: Basel Bankacılık Denetim Komitesi (Basel Committee on Banking Supervision), Küresel Mali Sistem Komitesi (Committee on the Global Financial System), Ödemeler ve Piyasa Altyapıları Komitesi (Committee on Payments and Market Infrastructures), Piyasalar Komitesi (Markets Committee), Merkez Bankası Yönetim Forumu (Central Bank Governance Forum), Irving Fisher Merkez Bankası İstatistikleri Komitesi (Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics). Bu komitelerin kendi yönetim düzenlemeleri ve raporlama hatları vardır ve gündemleri çeşitli merkez bankaları ve denetim otoriteleri tarafından yönlendirilir.

** Finansal istikrar alanında uluslararası işbirliğine dahil olan Finansal İstikrar Kurulu, Uluslararası Mevduat Sigortacıları Birliği (International Association of Deposit Insurers) ve Uluslararası Sigorta Denetçiler Birliği (International Association of Insurance Supervisors) BIS'de sekreteryaya sahiptir.

BASEL III ile sermaye ve likidite oranları, kaldıraç oranı ve özkaynak ile ilgili yeni düzenlemeler getirilmiştir. Üçüncü kuşak sermaye uygulamasının iptal edilmesi ve ana sermayenin içindeki ödenmiş sermaye ve dağıtılmayan kar gibi zarar karşılama gücü yüksek olan sermaye kalemlerinin “çekirdek sermaye” olarak sınıflandırılmasına ve 10 yıl içinde çekirdek sermaye içinde yer almayan sermaye unsurlarının da kademeli olarak sermaye bileşeni olmaktan çıkarılmasına karar verilmiştir. BASEL III ile asgari sermaye gereksiniminin (çekirdek sermaye) yıllar içinde kademeli olarak %2’den %4,5’e, bankaların gelecekteki stres dönemlerine dayanmak için toplam sermaye yükümlülüklerini %7’ye çıkarması ve %2.5’lik bir sermaye koruma tamponu tutmaları başta olmak üzere, sermayenin sayısal gücünün artırılması yoluna gidilmiştir.²⁶⁴

Basel Komitesi ekonomik sermayenin, bankaların risk alma faaliyetlerinin ekonomik etkilerini kapsayacak şekilde risk ve özkaynak sermayesini tutarlı bir şekilde değerlendirilmesine imkân veren yöntemler veya uygulamalar olarak tanımlanabileceğini belirtmiştir.²⁶⁵ Öte yandan ekonomik sermaye kavramı pay sahiplerini “*muhtemel ekonomik kayıplardan korumak üzere belirli bir güven ve zaman aralığında ölçülen tahmini sermaye rakamına*” da karşılık gelmektedir. Yasal sermaye ise bağlı bulunulan düzenleyici ve denetleyici organların risk algısı doğrultusunda, kurumu muhtemel operasyonel risklerden koruyabilmesi amacıyla ayrılmış asgari sermayedir.²⁶⁶

Yasal sermaye, düzenleyici tarafından belirlenen güven düzeyine bağlı iken, ekonomik sermayenin aracılık oranına ve banka sermayesinin maliyetine bağlı olması sonucu, küresel kriz öncesi tabi olunan BASEL II standartlarının eksikliğine dikkatleri çekmiştir. Bu standartlarda her iki sermaye düzeyi arasında aynı değişkenlere bağlı olunmaması gerekçesiyle, bankacılık açısından doğrudan bir ilişki olmadığı olasılığı

²⁶⁴ “Basel III: International Regulatory Framework for Banks”, **BIS** (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/press/p100912.htm> ve <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>, 30.09.2017.

²⁶⁵ Range of Practices And Issues in Economic Capital Frameworks, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, March 2009 p.1, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/bcbs152.pdf>, 07.12.2018.

²⁶⁶ Operasyonel Risk Çalışma Grubu, “Operasyonel Risk”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 58, 2006, s.96, (Çevrimiçi) https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/operasyonel_risk.pdf, 07.12.2018.

düşünülmüştür. Örneğin, bankanın piyasa gücünde rekabetten kaynaklı oluşabilecek herhangi bir değişiklik ekonomik sermaye düzeyinde çok farklı etkilere sebep olabilmektedir. Ancak bu gibi bir durum yasal sermaye açısından aynı etkileri barındırmaz. Uygulamada bankaların ekonomik sermaye düzeylerinden ziyade yasal sermaye düzeylerine yoğunlaştıkları görülmektedir. Bu duruma ek olarak yaşanan ilgili deneyimde piyasa disiplininin artırılmasını amaçlayan politikaların, bankaların sermaye yapısı üzerindeki etkilerinin çok sınırlı olabileceği de tetkik edilmiş konular arasında yer almaktadır.²⁶⁷

Bu gelişmeler neticesinde 2008 krizi ile bankaların yasal sermaye düzeylerinin yetersizliğinin piyasa disiplininin bozulması ve kırılganlıkların derinleşmesi özelindeki etkileri deneyimlenmiştir. BASEL II her ne kadar ulusal denetim otoritelerini göreve çağırır da asgari yasal sermaye tutarları ve bu konuya yaklaşımı küresel kriz sonrası en çok eleştiri alan konulardan biri olmuştur. BASEL II, bir bankanın toplam asgari sermaye ihtiyacını kredi, operasyonel ve piyasa riskleri için sermaye gereksinimlerinin toplamı olarak hesaplar. Burada, risk odaklı bir yönetim süreci açısından risk bazlı sermaye tahsisinde ve riske göre ayarlanmış performans değerlendirmesinde yasal sermayenin ekonomik sermaye kadar etkili olmadığı görüşü de savunulmaktadır.²⁶⁸

BASEL III Yeni Sermaye Uzlaşısı çerçevesinde ele alınan bir diğer husus olan “*Parasal Planlama*” ile paranın kullanım hukuku kastedilmektedir. Burada, emtianın para yerine geçmesi şeklinde bir tür parasal bartır ile emtia-para kavramı geliştirilerek, emtianın para gibi kullanılması söz konusudur. Dolayısıyla BASEL III ile bartırın bankacılık sistemi tarafından finanse edilmesi suretiyle bartırın desteklenmesi durumu da gündeme gelmiştir. Böylelikle oluşacak yatırım bartırı çatısı altında örneğin bir ülke idaresi, sınırlarında çok fazla para stoku olmadığını ama bundan daha fazla sermaye stoku yani kaynağı olduğunu ileri sürerek, ticaretini karşı

²⁶⁷ Abel Elizalde and Rafael Repullo, “Economic and Regulatory Capital in Banking: What Is the Difference?”, **International Journal of Central Banking**, Vol. 3, No. 3, September 2007, p. 111-113, (Çevrimiçi) <https://www.ijcb.org/journal/ijcb07q3.htm>, 06.12.2018.

²⁶⁸ Amelia Ho, “Weaknesses in Regulatory Capital Models and Their Implications”, **2012 Enterprise Risk Management Symposium - Society of Actuaries**, p.8, April 18-20, 2012, Washington, D.C., (Çevrimiçi) <https://www.soa.org/resources/essays-monographs/2012-Enterprise-Risk-Management-Symposium/> (05.12.2018).

tarafa sahip olduğu emtia ile gerçekleştirmeyi teklif ettiğinde, karşı tarafta da emtiayı kabul edip, bu ülkeye yatırım için belli bir miktar opsiyon amayı kabul edebilir. Buradan hareketle, temel kırılmanın ekonomik sermaye kavramı ile yasal sermaye kavramı arasında geliştiği görülmektedir. Sermayenin yeni standartlarının şekillenmesinde sistemin ihtiyaç duyduğu düzenlemelerin, (başta operasyonel ve sistemik risklerin tespit edilmesi ve ölçülebilmesine yönelik unsurları barındıran ve bu bağlamda) teorideki yasal sermaye ile uygulamadaki ekonomik sermaye arasındaki farklardan oluşan makasın daraltılmasına hizmet eden bir yapıda olması gerekmektedir.

BASEL II+ olarak da değerlendirilen BASEL III kararları krizin taşıdığı sorunlara yeterince çözüm sunamadığı, krizin gerekçelerini tanımlamakta yetersiz kaldığı, mevcut kararların derecelendirme kuruluşlarına ve risk değerlendirmelerine olan güveni taşımaya devam etmesi ve gelecekte küresel iktisadi sistemin yeni risklerle karşılaşmasının önüne geçecek tedbirlerin alınmadığına yönelik eleştirilere maruz kalmıştır.²⁶⁹ BASEL III'e getirilen eleştirilerden bir diğer de geliştirilen kuralların gelişmiş ekonomilerin finansal düzenlemelerinde algılanan zayıflıklara çözüm üretme gayreti içinde olmasıdır. Basel komisyonunda her ne kadar gelişmekte olan ülkeler temsil ediliyor olsa da bu temsil kendi içinde bölgesel olarak da niteliksel olarak da sınırlıdır. Sonuç olarak bankacılık faaliyetlerine yönelik düzenlenen küresel standartların gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaçlarını tam olarak karşılayamadığı görülmektedir.²⁷⁰

Geleneksel uygulamalardan piyasa temelli finansmana doğru evirilen küresel piyasalardaki ekonomik aktörler, teminatlı finansmana eskiden olduğundan daha fazla itibar etmektedirler. Küresel kriz öncesinde de grlmştr ki gn ii işlemlerin işleyişinde, demelerde gerçek zamanlı brt mutabakat sistemine yönelik değişim, ykn kredi riskinden likidite riskine doğru hareketine sebep olmaktadır. Para

²⁶⁹ Jean-Paul Fitoussi, Joseph E. Stiglitz, the Paris Group, "The G20 And Recovery and Beyond, An Agenda For Global Governance For The Twenty-First Century", **Columbia University**, February 2011, p. 22.

²⁷⁰ Louis Kasekende, "Financial Regulation and Supervision in Developing Countries", **The G20 and Recovery and Beyond, An Agenda For Global Governance For The Twenty-First Century**, p. 78.

yönetimi ve takas sistemleri başta olmak üzere, küresel finans piyasalarının hızla artan etkileşimi ile uluslararası ve ulusal düzenlemelerin karşı karşıya gelmesi bir sorun olarak büyümeye devam etmektedir.

2.4.3. 2008 Krizinin Merkez Bankacılığına Etkilerinin İktisadi

Yapıya Edinimleri

2008 finansal krizi güçlenen denetim mekanizması ekseninde merkez bankalarının en önemli sistem düzenleyici rolüyle seyretmiştir. Bu durumun temelinde merkez bankalarının finansal piyasalar için vazgeçilmez bir rol oynadığı kabulü yer almaktadır. Çünkü merkez bankalarının (istikrarsızlığın doğal bir durum olarak kabul edildiği) kapitalist piyasa ekonomilerinin temelini oluşturduğu inancı hâkimdir.²⁷¹

Bu kriz ile finansal piyasalardaki kırılganlıkların bankacılık sistemi üzerindeki etkilerinin gelişiminde rol alan başlıca unsurlar arasında “fiyat ve ulusal çıktıdaki istikrarın finansal istikrarı garantilememiş olması; faiz oranı denetiminin reel sektör risk algısını bozması; sıfır alt-sınır kısıtı uygulamasının faiz hadleri politikası üzerinde beklenenden daha bağlayıcı olması; finansal krizlerin büyük oranda mali krizleri yaratması; krizin ve normalde üretimden kopmanın negatif çarpan etkisi yaratması” yer almaktadır.

Kriz ile elde edilen en temel deneyim ise müdahale odaklı uygulamaların gelişim hızı ve niteliği olmuştur. İlgili süreçte, para arzını kontrol eden merkez bankalarının yürüttükleri para politikası ile ekonomik aktörlerin yatırım, tasarruf ve tüketim kararlarını doğrudan etkileyerek, yaratılan kaynak ve yatırım unsurlarının gelişiminde ve dolayısıyla ülke büyümesinde belirleyicisi olmaktadır. Merkez bankacılığının bilinen geleneksel fonksiyonlarının ötesinde bir durum olmamakla birlikte merkez bankaları üzerinden devletin ekonomi üzerindeki müdahale sınırlarını giderek genişletmesi neoliberal ekonomi politikalarından uzaklaşılması nispetinde beklenmeyen bir gelişmedir. Bu doğrultuda merkez bankasının kamuya sağlanan

²⁷¹ Pierluigi Ciocca, **Stabilising Capitalism A Greater Role for Central Banks**, UK, Palgrave Macmillan, 2015, p.1-8.

finansman düzeyi ve bilançodaki merkez bankası parası oranı da para politikası etkinliğini doğrudan etkilediği için bu sınırlar dahilindeki kriz sonrası uygulamalar daha müdahaleci, merkezi yönetim eğilimlerine açık ve hükümetlere karşı bağımsızlık düzeyi giderek azalan bir merkez bankacılığı örneğini içermektedir.

İlgili süreçteki deneyimlerden biri evvelden beri uygulana gelen merkez bankalarının hükümetlere avans sağlaması yöntemidir.²⁷² Ancak normal zamanlarda hükümetler merkez bankalarından değil, merkez bankalarının borç verdiği bankalardan tahvil ve bono karşılığı borç alırlar. Bu uygulama kriz dönemlerinde askıya alınabilmektedir. Zira küresel kriz sonrası AMB borç döndürmede sorun yaşayan AB ülkeleri için üç yıla kadar vadeli tahvillerin banka tarafından ve üstelik bir sınırı maruz bırakılmaksızın alınabilmesinin önünü açmıştır.* Tahvil alımları ile başlatılan teşvik programının ABM tarafından önce azaltılacağı, ardından da 2018 Aralık ayında ise durdurulacağı açıklanmıştır.²⁷³ Ancak 2008 kriziyle geliştirilmiş tedbir ve iyileştirme amaçlı uygulamalardan zaman içinde kademeli olarak vazgeçilmesi planlanırken, vazgeçme süresinin başlarda öngörülemeyen şekilde uzadığı görülmektedir. Kriz dönemi özelindeki ilgili süreçte merkez bankalarının iyileştirme eylemlerinin ne zamana kadar sürdürüleceği ile ilgili kamuoyu açıklamalarının genelde gecikmeli sunulduğu gözlenmiştir. Bu gecikme de öngörü kısıtını beslemiştir.

Diğer yandan, 2008 krizi merkez bankalarının farklı gelişmişlik düzeylerindeki ekonomiler için ortak bir tercih olarak genişletici para politikası uygulamalarının tercih edilmesi, merkez bankaları aracılığıyla piyasalarda likiditenin artması ve paranın ucuzlatıldığı bir kriz olmuştur. Bu tercih ile eşanlı olarak krizden

²⁷² “Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kitapçığı”, Ankara, **TCMB yayını**, 2011, s.11-12, s. 6, (Çevrimiçi), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Kitap%2C+Kitapci+klar+ve+Brosur>, 24.11.2018.

* Örneğin Türkiye’de enflasyonist baskılara sebep olmasından dolayı 21 Nisan 1994’de Merkez Bankası kaynaklarının Hazine tarafından kullanımının sınırlandırılmasına, 1998 yılında ise sonlandırılmasına karar verildi. 2001 yılında TCMB Kanunu’nda gerçekleştirilen değişikliklerle de Hazine ve diğer kamu kurumlarına kredi açmasının, avans verilebilmesinin ve kamu kurumlarınca ihraç edilen borçlanma araçlarının birincil piyasadan satın alınması yasaklandı. (A.e.)

²⁷³ “Monetary Policy Decisions”, ECB Press Release, 14 June 2018, (Çevrimiçi) <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/index.en.html>, 24.11.2018.

fiyat istikrarı ile finansal istikrarın eş güdüm içinde kollarlanması gerekliliği mesajını da alan merkez bankaları, bu mesajın bir uzantısı olarak para politikası araçlarını çeşitlendirme yoluna gitmiştir.

Krizin merkez bankacılığı uygulamalarında belirgin şekilde etkisini hissettirdiği konulardan bir diğeri ise kısa vadeli sermaye hareketleridir. Küresel krizin ardından pek çok gelişmekte olan ekonomide hızla yükselen kısa vadeli sermaye akımlarının sürdürülebilir olmasında merkez bankalarının rolleri ve ülke ekonomisine pozitif/negatif katkılarına yönelik tartışmalar hız kazanmıştır. Yabancı sermaye girişlerinin büyüme üzerindeki tüm olumlu katkılarına karşılık artan sermaye hareketlerinin portföy yatırımları üzerinden yurtdışı kaynaklı kredilerin büyümeleri ile gelişmesi gibi endişe uyandırıcı bir etkiye sebep olması durumu ise gelecek kriz senaryolarını güçlendirmiştir.

Öte yandan, faiz dışındaki diğer para politikası araçlarının varlık fiyatları ve kredi büyümesi üzerindeki etkilerinin geçmişe oranla daha dikkatli ele alınması gerektiği de bu krizin öğrettikleri arasındadır.²⁷⁴ *Enflasyona ve reel ekonomiye ciddi bir teminat hasarı verdiği için* faiz oranı uygulaması da finansal istikrarı sağlamak için yeterli bir araç olamayacağı kanaati üzerinden enflasyon ve kaynak kullanımı eksenli yeni bir düzenleyici sisteme sahip olmanın önemi artmıştır. Bu doğrultuda finansal faktörlerin piyasalarda bozulmalara sebep olabildiği aktarım mekanizması ile faiz oranı üzerinden hedeflenen etkilerin sınırlanması ve bozulması sonucu faiz aracının merkez bankaları için yeniden ele alınması durumu gelişmiştir. Dolayısıyla potansiyel çıktının ve reel faiz oranlarının finansal faktörlerden ve finansal aksaklıklardan nasıl etkilendiği hususu ve ayrıca alternatif politika faiz yaklaşımı yollarının enflasyon ve kaynaklar üzerinden genel dengeye sunduğu etkilerine dair konuların önem derecesi de 2008 krizi ile yükselmiştir.

Özetle, 2008 krizinin merkez bankacılığından elde edilen kesin sonuçlarının başında fiyat istikrarının (beraberinde esnek bir enflasyon hedeflemesinin) finansal

²⁷⁴ Svensson, **Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis**, p.6.

istikrarı sağlamak için yeterli olmadığı ve bu doğrultuda özel bir para politikası setine ve araç çeşitliliğine gereksinim duyulması yer almaktadır.*

2.4.3.1. Güvenlik Çemberi ve Ulusal Paranın Güvenliği

2008 krizi üzerinden merkez bankalarının gerek ekonomik sahanın gerekse toplumsal alanın ekseriyetine ulaşmakta güçlük çektiği kanaati yaygınlaşmaya başlamıştır. Öyle ki finansal alanda eskiden beri varlığı bilinen bulaşma riski ve bilhassa bankaların birbirlerine aşırı bağımlı hale gelmeleri gibi konular kriz öncesinde yeterince değerlendirilmeye alınmadığı ve para politikalarının kısa süreli yön verme anlayışlarına terkedildiği için²⁷⁵ krizin oluşum nedenlerini tetikleyip, çözümünün maliyetini de artırdığı düşünülmektedir. Dolayısıyla mali alan disiplinin geliştirilmesinde ekonomik aktörlerin kendilerini güvende hissetmesini sağlayan mevcut güvenlik çemberi düzenlemelerinin da yeniden ele alınması lüzumu gelişmiştir.

Güvenlik çemberi kavramı, mali sistem içindeki tüm iktisadi unsurların güvenliğine dair koşulları kapsayan geniş bir kavramdır. Bu kavram çerçevesinde mali alanın tüm unsurlarının birbirleri ile etkileşimi sonucu gelişebilecek olası sonuçlar, para politikası tercihlerini doğrudan etkileyecek ve muhtemel bir güvenlik riskinden gelişen sorunlar parasal sistemi işlevsiz hale getirerek ekonomik unsurların birbirleriyle olan senkronizasyonunu tahrip edecektir.

Güvenlik çemberi konusu sistemin bağışıklığını güçlendiren unsurları garanti altına alırken yatırımcılar için aynı zamanda bir risk ve kaçış faktörüdür. Finansal

* Finansal istikrarın sağlanmasında ve konunun özelinde bankacılıktaki karar rejimlerini de bağlayacak bir kurumsal süreçte değerlendirebilmek için alternatif arayışlarına girilmiştir. Bu doğrultuda merkez bankalarının dışında tesis edilmiş denetim ve düzenleme mekanizmalarının alternatif oluşturabildiği yapılara sahip olan ekonomilerin mercek altına alınması ve iyi uygulama örneklerinin yaygınlaştırılması için uluslararası bir teşvik sisteminin geliştirilmesi de bu kriz ile tartışılan konular arasında yer almaktadır. Böylelikle daha güçlü bir finansal istikrarın tesisi için sahip olunan süreç döngüsüne ve finansal göstergelere göre şekillenmiş makro-ihtiyati düzenlemelerin sisteme kazandırılması hedeflenmektedir.

²⁷⁵ Stiglitz, a.g.e., p.55.

sisteme yönelik güvenlik çemberi kavramının temelini merkez bankası ile hazinenin arasındaki ilişki inşa etmektedir.

Buradan hareketle, merkez bankasının hazineye bağlı ya da onunla ilişkili olarak çalışması durumuna karşın zaman zaman hazinenin güvenlik çemberinden çıkarılma ihtimali de olasılıklar dahilinde gündeme gelen öneriler arasında yer almaktadır. Bu olasılık günümüz merkez bankacılığının finansal güvenliğin tesisine yönelik vasıflarının etkinsiz hale gelmesi riskini taşımaktadır. Hazinenin güvenlik çemberinden çıkarılmasının anlamı merkez bankasının alternatif fonlama modellerinin işletildiği, mevcut modern merkez bankacılığı örneğinin dışında yeni bir merkez bankacılığına işaret etmektedir. Bu öneri şimdiye kadar ancak merkez bankasının olmadığı bir ekonomi kurgusunun parçası halini alarak ilgili tartışmalara eklenilebilecek bir konu olarak varlığını sürdürmektedir.

Mali unsurların güvenlik çemberine dair konulardan biri para birimlerinin küresel konumu ve ekonomik aktörlere sunabildiği güvendir. Bu kapsamda, 2008 krizi sonrası altına dönüş arayışları da bu güvenin bir yansıması olarak yeniden canlanan konular arasında yer almaktadır.

Geçmişte kriz odaklı gelişmeler zaman içinde ülke ekonomilerini altından uzaklaşmaya ve sonunda tamamen kopuşa sürüklerken, paranın altına endekslenmesinden vaz geçilmesi ile neoliberal politikaların gelişimini takiben modern iktisadi krizlerin temelleri de derinleşmeye başladığından altından kopuşun modern krizler ile ilişkilendirilmesi daha sık gündeme gelir olmuştur. 2008 küresel krizi ile tekrar altına dönüş olasılığına dair senaryolar üretilirken, özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri için sıklıkla sunulan bir öneri olan altın standardına dönme fikri geçmişe kıyasla çok daha ciddi ifade edilmeye başlanmıştır. Buradan hareketle 2019 yılında Malezya Başbakanı Mahathir'in başta uluslararası ticaret için Asya özelinde planlanmış altına endeksli ortak bir para birimi kullanımına başlaması önerisi ile²⁷⁶ aslında doların uluslararası gücünden kaynaklı geçmiş döviz spekülasyonları ile elde

²⁷⁶ “The 25th International Conference on The Future of Asia in Tokyo”, **The Future of Asia**, May 30, 2019, Nikkei Inc., Japan, (Çevrimiçi) <http://future-of-asia.nikkei.jp/asia2019/eng/>, 21.07.2019.

edilmiş kriz deneyimleri üzerinden alternatif bir yol arayışının sürdürüldüğü anlaşılmaktadır.

ABD Doları'na karşı bağımlılığı olan ekonomilerin kriz deneyimleri bu aşırı bağımlılığın sorgulanmasını tetikleyen faktörlerdendir. 1994'te Meksika'da, 97'de Kore ve Tayland'da, ertesine Rusya'da, ardından Brezilya'da ve hemen milenyum takip eden yıl Türkiye'de dolar kaynaklı aşırı değerlendirme sorunundan gelişen krizler deneyimlendi. Doların gelişmekte olan ekonomilerde kırılabilirlik yaratabileceği bir güce sahip olması ulusal ekonomiler için zamanla büyüyen bir tehdit olmaya başladı. Pratikte ise dış ticaretteki rekabet unsurları ve içindeki büyüme ile ticaret dengesi gibi faktörler dikkate alınarak²⁷⁷ dolara bağımlılığın kimi gelişmekte olan ülkeler için vazgeçilemez olduğu kanaati geçmişteki tüm deneyimlere karşın hâkimiyetini kaybetmedi. Buna karşılık yıllar içinde ABD dolarına olan güvenin hızla sarsılmasının ve 2008 krizi sonrası gelişmelerinde etkisiyle dolara olan güvenin yakın zamanda tümüyle yıkılacağı ve dolarda kalan ekonomilerin büyük zararlara maruz kalma riskiyle karşı karşıya olduklarına yönelik ihtimaller kuvvetli bir şekilde beklenir hale geldi.²⁷⁸

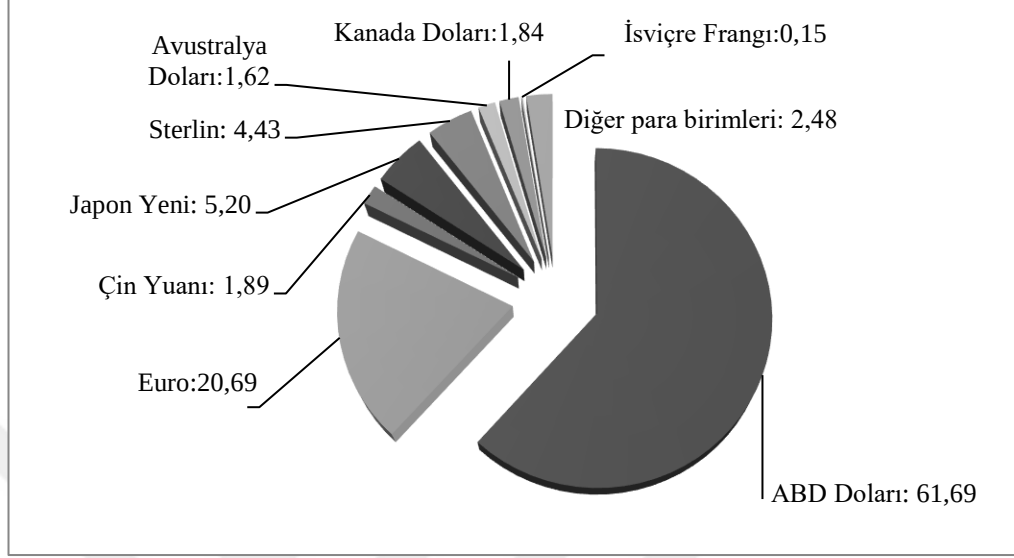
2018 yılı son çeyreği itibarıyla dünya genelinde döviz rezervi olarak tutulan para birimlerinin oranında ABD dolarının %62 ile uluslararası rezervler içindeki üstünlüğü ve diğer para birimlerinin payı aşağıdaki grafikten takip edilebilmektedir.

²⁷⁷ Jeffrey A. Frankel, "A Comparison of Product Price Targeting and Other Monetary Anchor Options, for Commodity-Exporters in Latin America", **NBER Working Paper**, 16362, 2010, p.45, (Çevrimiçi) <https://www.nber.org/papers/w16362>, 11.04.2019.

²⁷⁸ James Richards, **The Death of Money The Coming Collapse of the International Monetary System**, Penguin Random House UK, 2014, p.289-301.

Grafik 2.13.: Döviz Rezervlerinin Dağılımı (COFER)

(% - 2018 son çeyreklik)



Kaynak: IMF DATA, 2019

2.4.3.2. Parasal Müttefiklik

20. yy'ın sonu ile birlikte Tokyo, New York ve Londra merkez bankaları tarihsel olarak benzeri görülmemiş büyüklükteki kredi balonlarının da merkezleri olma konumundaydılar. 21. yy para yönetimi odağı ise bu kredi balonları ile gelişen küresel borcun çevrilebilmesinde netleşmektedir.

Pratikte, piyasalar hiyerarşik bir düzen üzere varlıklarını sürdürmektedirler. Piyasaların arasındaki hiyerarşi sonucu piyasa ekonomisinin zirvesinde, piyasaların kendileri daha az piyasaya benzer hale gelmektedirler. Devlet kurumları ve özel kurumların sıklıkla bir arada bulundukları piyasa özelliğini yitirmiş bu zirvedeki operasyonlar, genellikle mütevazı kadrolara sahip olan birkaç kurumu içermektedir ve bu kurumların temsilcileri ideolojik şartlı sosyal kodlarla sınırlandırılmaktadırlar. Aynı sosyal kodlar küresel refleksleri de etkisi altına almaktadır. 20. yy'ın başlarında gelişen ve temelde paraya ve para yönetimine dair olası paradigmatik kırılmanın ilk belirtileri olarak kabul edilebilecek borsa ve altın piyasasındaki işlemlerin uygulanma usulleri, buralarda kullanılan dil ve üslup ilgili sosyal kodların tezahürü olarak karşılık bulmaktadır. Bu durum piyasaların sistematik olarak uygun görülen kurumsal bir

çerçeveye sığdırılmış özel bir kurgunun mahsulü olduğu fikrini desteklemektedir. İlişkiler arası gelişen bu gizemin aktörlerini tanımlamaya ve anlamaya çalışmak gayreti yerini hep muhafaza ederken²⁷⁹ sosyologların, psikologların ve tarihçilerin de içlerinde bulunduğu farklı disiplinlerin muhatapları ilgili hiyerarşik düzenle iktisadi sistemin değişimindeki toplumsal ve bireysel kodlar üzerinden sürecin karşılıklı etkileşimini inceleyerek politik ekonominin de sınırlarına dâhil olmaktadır.

Bu hiyerarşik düzenin küresel boyutunun ise (ilişkilerinin geçmişten gelen kodlarla şekillenerek ve kapitalizmin tüm evrelerinde varlığını muhafaza etme gücü ile) kapitalizmin temel kurumsal unsuru haline geldiği görülmektedir. Bunun modern para yönetimine yansımaları ise kendisini bahse konu hiyerarşik düzenin merkez bankacılığı diplomasisinde göstermektedir. Merkez bankaları arası işbirliğinin tesis edildiği “Merkez Bankacılığı Diplomasisinin” kökleri modern merkez bankacılığının geçmişine dayanmaktadır. En köklü örneklerinden birini ise Japonya ve Büyük Britanya Merkez Bankaları arasındaki ilişki oluşturmaktadır.

20. yy’ın başlarına dayanan Japonya ve Büyük Britanya arasındaki gizli müttefiklik ilişkisinin iki ülke arasındaki kamuya yansıtılan ilişkinin toplamından daha büyük boyutlara eriştiği bilinmektedir.²⁸⁰ Bu süreçte iki ülke merkez bankalarının arasındaki ilişkinin de bu gizliliğe dahil edilmiş olması şaşırtıcı görülmemelidir. Birbirleri ile sıkı ilişkiler geliştiren ulusal seçkinler bu tarz gizli uluslararası yöntemleri geliştirmiştir ve bu da merkez bankalarının görünümde bir kamu idaresi şemsiyesinde yönetildiği görüntüsüne karşın çoğu merkez bankasının özel mülkiyette kalması sonucu olarak kabul edilmiştir.²⁸¹

1920’lerdeki Londra, New York ve Tokyo arasında derinleşen merkez bankacılığı müttefikliği Milletler Cemiyeti sisteminin mali karşılığıydı. Bu yapıda hangi aktörlerin endişelerinin sürece dâhil edilip kimlerin dışlandığı ile yapının ortak doktrininin detaylarına dikkat edildiğinde, sorunlar ve bunların kaynaklarına dair

²⁷⁹ Bytheway, **a.g.e.**, p.168-169.

²⁸⁰ John Chapman, “The Secret Dimensions of the Anglo-Japanese Alliance, 1900-1905”, **The Anglo-Japanese Alliance, 1902-1922**, Ed. Phillips Payson O'Brien, RoutledgeCurzon, 2004, p. 82-98.

²⁸¹ Bytheway, **a.g.e.**, p.170.

ipuçları da bulunmaya başlandı. Buradan hareketle görülmektedir ki finansal küreselleşmenin gücüne olan inancın temellerinin atıldığı yıllar olan 20. yy'ın başları bugünkü sistemsel kırılmanın da temellerini oluşturmaktadır. Birinci dünya savaşı sonrası yaratılan uluslararası parasal yapılanma planlı bir merkez bankacılığı diplomasisinin geliştirdiği gizli bir müttefikliğin ürünüdür. Kimilerince başarısız bir teşebbüs olarak görülmüş olsa da İkinci Dünya Savaşı ve Soğuk Savaş sonrası parasal yapılanma ve küresel gelişmeler ele alındığında bu sürecin ve aktörlerine sunduğu deneyimlerin yadsınamayacağı açıktır. Bugün de ulusal merkez bankaları modern para yönetiminin küresel işbirliğinde en prestijli yerel temsil unsurları arasında yer almaktadır. Bu müttefiklik paranın küresel kapasitesini belirlediği gibi merkez bankalarının geleceğini de doğrudan etkilemektedir. Atfedilen önemin kaynağı merkez bankalarının kurumsal sürekliliği ve diğer var oluş unsurları ile nispi bir dokunulmazlık kalkanına sahip olmasıdır.

Merkez bankaları arası diplomasiinin en somut konsensüslerinden biri de merkez bankalarının altın ile olan bağlarıdır. 20. yy'ın başlarına dek altına dayalı olan para sistemi devletin para politikası uygulamaları ile ekonomiye müdahaleleri sınırlı kalırken, ikinci dünya savaşı deneyimlerinin neticesi göstermiştir ki iktidarlar satın alma gücü yaratmada beklenenden ve bilinenden daha geniş ve etkili bir eylem alanına sahiptir. Devletin para arzını genişletebilmedeki özgürlüğü “*iktisadi devlet müdahalesine*” yeni kapılar aralarken otoritenin bir yandan da sınırlı eylem alanına sahip oldukları para kıymetini tayin edebilme²⁸² yeteneklerine yönelik konsantrasyonları yükselmiştir. Buradan yola çıkarak ekonomide zaman içinde finansallaşma eğilimi ile krizler arasında bir bağlantı kurulabilmektedir. 2008'e dek kapitalizmin evrelerine dair yaşanan gelişmeler gittikçe finansallaşan bir iktisadi sistemin gelişim sürecine dair dikkat çekici unsurlar taşımaktadır. Özellikle, Bretton Woods sisteminin sona ermesinin ardından izleyen yıllarda uluslararası sistemde finansal varlıkların hacmindeki hızlı artış ve finansal sermayenin ağırlık merkezinin küresel sistemin içinde giderek sınıfsal tekelleşmeye evrilmesi son yaşanan küresel krize bir “*finansallaşma krizi kimliği*” kazandırdı. Küresel iktisadi sistem finansal

²⁸² Feridun Ergin, **Para Siyaseti**, İstanbul Üniversitesi İktisat fakültesi Yayınları, No:192, İstanbul, Hamle Matbaası, 1966, s. 35.

kapitalizm evresinden geçerken gelişen 2008 krizi değerinin her hangi bir standartla belirlenemediği bir para kavramı varlığının gölgesinde yaşandı.*

Altından kopuş ve altına dönüş tercihleri merkez bankalarının küresel işbirliğinde belirleyici bir öneme sahiptir.²⁸³ Bu küresel işbirliğinde yukarıda bahsi geçen hiyerarşik düzenin baskın etkisi ve banka kartellerinin merkez bankaları üzerindeki etkileri doğrudan merkez bankalarının kurumsal yapılarındaki hissedarlık ilişkileri ya da toplumun belli kesimleri ile geliştirilmiş kurumsal istişare ortaklıklarından takip edilebilmektedir. Altın merkez bankaları için geçmişteki uygulamaların aksine, doğrudan parasal bir unsuru temsil etmediği halde yüksek miktarlarda fiziksel altının muhafaza edilmesi tercihinde hiyerarşik düzen temelli bu ilişki ağlarının olası etki gücü ise düşündürücüdür.

Büyük ilişki ağının 2008 çöküşünde de kendisini bariz bir şekilde açık ettiği görülmüştür. Krizle birlikte merkez bankaları görece hiç olmadığı kadar ekonominin merkezine oturarak, finansal piyasalardaki varlığını rakipsiz kılmaya başladı. Kriz esnasında Fed yalnızca ABD'nin değil dünyanın en büyük bankası (aynı zamanda mülk sahibi) haline erişti ve krizden yıllar sonra da bu durumun geçici olmadığı, yerleşik bir hal aldığı görüldü. Oluşan balonun büyük kısmını satın almaları ile büyüyen borçlarının kamusallaştırmasıyla da merkez bankalarının krizin merkezinde yer almalarının en somut gerekçelerinden biri gelişmiş oldu.

2008 deneyimi yeni bir merkez bankası işbirliğini derinleştirdi. Fed yabancı merkez bankaları aracılığıyla dolar kredisi veren küresel bir merkez bankası olarak hareket ederek bu işbirliğinin sınırlarını belirledi. 2007 yılının Aralık ayında Fed'in Avrupa Merkez Bankası'na ve İsviçre Ulusal Bankası'na verdiği kredilerle başlayan süreç Fed'in 2008 deneyimi ile yeni bir merkez bankası işbirliğinde küresel bir merkez bankası olarak hareket etmiş olduğunu gösterdi. 2008 yılının Ekim ayına gelindiğinde

* 2008 küresel krizini 1970 öncesinde deneyimlenmiş diğer küresel krizlerden ayıran en temel unsurlarından birini paranın değerinin bir standart ile belirlenemiyor oluşu temsil etti.

²⁸³ Edwin Walter Kemmerer, **Gold and the Gold Standard The Story of Gold Money, Past, Present and Future**, McGraw-Hill Book Company, 1944, p.220-221.

ise ECB, SNB, BoE ve BoJ (Japonya'nın ihtiyacı olmadığı halde) Fed'den sınırsız kredi imkânı alacak konuma ulaştılar.²⁸⁴

Müttefiklik para piyasalarına yönelik küresel müdahale gücünü de beslemektedir. Merkez bankacılığı aracılığıyla yönetilen müttefiklik para yönetimi üzerinden gelişen emperyalizm ittifakı eylemlerini barındırmaktadır. Para politikası kurumlarının döviz kuru rejimi, faiz yönetimi ve para arzı konusundaki sorumlulukları yaygın varsayımın aksine, kendi kendine işleyen bir mekanizmanın varlığını yok saymaktadır. Müdahalenin varlığı piyasaları yönlendirmekte ve piyasa oyuncuları üzerinde tedbir, endişe, tereddüt gibi baskı uyandıran unsurların gelişmesine sebep olmaktadır.

2.4.3.3. Riske Endeksli Enflasyon Yönetimi

2008 krizinin merkez bankacılığına dönük etkilerinin iktisadi yapıya edinimleri arasında merkez bankalarının fiyat istikrarına dönük fonksiyonları temelinde enflasyon yönetimi özelindeki konumu belirleyici bir rol üstlenmektedir. Bu durum krizin sonuçları kadar krizin gerekçeleri ve krize yönelik düzenlemeler ile de doğrudan ilişkilidir.

Merkez bankalarının enflasyon yönetimi özelindeki etkinlik analizinin olası sonuçları arasında enflasyon yönetiminde doğrudan bir yönetim unsuru olma durumu ve eğer olacaksa bu unsurların sınırı konuları yer almaktadır. Fiyat istikrarına ve finansal istikrara odaklanmış 21. yy merkez bankacılığı elindeki finansal araçlarla enflasyonla mücadele sorumluluğunun birinci dereceden sorumlusu olmak ile bunun yerine fiyat istikrarını korunmasının asli muhatabı olmak arasında bir tercihte şekillenmektedir.

Temelde iç ekonomiye dair bir parametre olan enflasyonun yönetiminde 2008 krizi deneyimi, özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde birden fazla resmi kurumun sürece müdahil olması durumu ile gelişmiştir. Hazine, maliye, ticaret ve sanayi alanlarındaki kamu otoriteleri enflasyonla mücadeleye doğrudan ya da dolaylı

²⁸⁴ Bytheway, a.g.e., p.178-180.

dâhil olarak enflasyon yönetiminin bir parçası haline gelmiş olmaktadırlar. İlgili kurumlar faaliyet alanlarına göre mali ya da ticari politikaların birer unsuru olarak enflasyonla mücadele etmeye çalışırken, merkez bankaları ise ana hedef olarak fiyat istikrarını sağlamak için faaliyetlerini sürdürdüğü bir enflasyon yönetimi sürecine ek olarak böylece çoklu müdahale kanallarının tarafı olmaya da dâhil edilmektedirler.

Fiyat istikrarı ekonomik birimlerin kararlarında etkili olamayacak düzeydeki düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını işaret etmektedir. Bu tanıma göre öncelikle fiyat istikrarının (i) tesisi, ardından da (ii) korunması gerekliliği oluşmaktadır. Buradan hareketle de merkez bankasının fiyat istikrarı ile ilgili görevine dair sınırlarının belirlenmesinde tercih edilebilecek iki kuvvetli ihtimal bulunmaktadır. Böylelikle, merkez bankaları fiyat istikrarının sağlanmasında (i) enflasyon yönetiminin direk bir unsuru olması veya (ii) düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı için enflasyon yönetiminin kısmen dolaylı bir unsuru olması ile yalnızca koruyucu görevini üstlenmiş bir kurum olarak Riske Endeksli Enflasyon Yönetimine (REEY) katkı sağlaması beklenebilir.

Ekonomiyi tüm unsurları ile ilgilendiren temel parametrelerden kur, faiz ve para tabanı aynı zamanda merkez bankaları için enflasyon yönetimine müdahil olurken kullanılan araçlardandır. Enflasyon yönetimine dair stratejiler temelde bu parametreler etrafında şekillenmektedir. Bu parametrelerden kur odaklı bir enflasyon yönetimi özellikle ithalata dayalı gelişmekte olan ekonomiler özelinde en fazla karşılaşılan tercihler arasında yer almaktadır. Bu tercihin en kritik sonuçlarından biri de ilgili ekonomide bir yanılsama etkisinin oluşma riskidir. Merkez bankaları kur odaklı bir enflasyon yönetimi usulünü benimserse, döviz kuru ülkedeki enflasyonu belirliyormuş gibi bir durum gelişebilir ve böylelikle bir yanılsama etkisi oluşur. Çünkü kura yüklenen anlam piyasadaki algıyı topyekûn etkileyerek yalnızca finansal aktörlerin değil reel kesimin de davranışlarını yönlendirir.

Geçmişte küresel anlamda genel eğilim, bilhassa IMF'nin kalıpları baz alındığında, kurun izlenilmesi ve korunması yönünde değildi, ancak zamanla merkez

bankaları kur takibi yapmaya yöneldiler.²⁸⁵ Bunun alt yapısında belirli bir faiz haddi durumu için fiyatlar genel seviyesinin belirsizleşmiş olması yatmaktadır.²⁸⁶ Esasında, serbest piyasa ekonomisinin teorik alt yapısında merkez bankalarına kuru izlemek gibi bir fonksiyonu da yer almamaktadır. Bu, sonradan, bilhassa 1970’lerden sonra gelişen bir durumdur. Burada da Bretton Woods etkisi ile güçlenen ABD dolarının, küresel ekonomide yarattığı sonuçlar ve dolayısıyla dolarizasyon karşımıza çıkmaktadır.*

Paranın istikrarına yönelik kalıcı sonuçlar doğuran dolarizasyonun paranın istikrarı üzerindeki negatif etkilerine yönelik para bazlı istikrar programları yerine, döviz kuru bazlı istikrar programlarının tercih edildiği ve geçmişte kapalı ekonomilerde sabit faiz, açık ekonomilerde ise sabit kur ile çözüm arandığı da deneyimlenmişti.²⁸⁷ Günümüzde ise dolarizasyon ile karşı karşıya kalınan sorun geçmiştekinden farklı bir boyuttadır. Ülkelerin enflasyon hesaplarındaki şaşmanın bir nedeni de ekonomilerin dolarizasyon ile ne kadar çok üretim yapılırsa yapılsın girdide bağımlıktan kurtulamamalarıdır. Bu sebepten dünyada milli para birimiyle ticaret eğilimleri her geçen gün hızla yükselmektedir. Ülkeler bu yolla dolarizasyonun negatif

²⁸⁵ Peter Howitt, “Monetary Policy and the Limitations of Economic Knowledge”, **Post Walrasian Macroeconomics, Beyond the Dynamic Stochastic General Equilibrium Model**, Ed. by. David Colander, UK, Cambridge University Press, 2006, p. 367.

²⁸⁶ Axel Leijonhufvud, “Episodes in a Century of Macroeconomics”, **Post Walrasian Macroeconomics, Beyond the Dynamic Stochastic General Equilibrium Model**, Ed. by. David Colander, UK, Cambridge University Press, 2006, p.27.

* Bretton Woods Sisteminde uluslararası finansal sistemin içinde paraya ait temel bir çapa vardı. Bu sayede dolar altın standardında iken diğer ulusal dövizler ise Amerikan dolarına sabit kurlar aracılığıyla bağlı olabiliyordu. Özetle sabit kur sistemi üzerinden çalışan bu yapıda paranın değerini belirleyen çapa ile Amerikan dolarının küresel pazarlarda temel işlem aracı olarak kullanıldığı ve döviz kurlarının da ABD dolarına görece sabitlendiği bir parasal sistem geliştirilmişti.

Bretton Woods’un ardından doların rezerv para olmasıyla başlayan süreçte, ABD doları dünya parası rolüne bürününce, merkez bankaları da dolaylı olarak Fed’e kanalize olmuşlardır. Zamanla artan küresel dolarizasyonu da besleyen bu süreç, ABD ekonomisinin olası risklerinin de bulaşma ihtimalini artırmıştır. Fed’in bir tür, dünyanın merkez bankasıymış gibi konumlandırılmasının temelinde ekonomik olduğu kadar etkin olan siyasal faktörler Fed’in sadece ABD’nin merkez bankası olduğu ve ülkelerin iktisadi kararlarını alırken Fed’in kararlarına verdikleri dikkatin dozunu ayarlamaları gerekliliğini hatırlatmaktadır. Ulusallaşmanın milli para hedefi olmaksızın yalnızca milli üretimin ve milli sermayenin geliştirilmesi ile tesis edilemeyecek olması ulusal ekonomilerin para ve maliye politikalarını doğrudan etkilemektedir. Milli para birimleri ile ticaretin yükselmesinden anlaşılabileceği üzere yakın gelecekte ulusal ekonomilerin Fed’e karşı dolarizasyonla mücadeleyi artırması beklenmektedir.

²⁸⁷ Melike Altınkemer, “Para İkamesi, Hiperenflasyon ve İstikrar Programı”, **TCMB Tartışma Tebliği**, No: 9629, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Kasım 1996, s.294.

etkilerinden kurtulmayı hedeflemektedirler.²⁸⁸ Kısaca kura endeksli enflasyon yönetiminde karşılaşılan risklerin başında dolarizasyon sorunu yer almaktadır.

Bir milli ekonomide iç tüketime yetecek kadar milli bir üretim düzeyi olmadığı sürece ülkenin enflasyon düzeyinin ithalat ile artma riski yüksektir ve döviz ilgili ülkede kritik bir parametre olarak kendine yer edinir. (Bu durum zaman içinde, doların ulusal bir ekonominin milli para birimi etkisi doğurmasına da sebep olmaktadır.) Bu sebeple özellikle gelişmekte olan ülkelerin döviz kurundan yüksek oranda etkilenmelerinin temel gerekçelerinden biri de bu ekonomilerin ithalata olan bağımlılığıdır. Eğer ekonominin (yeterince gelişmemiş) iç üretimi ithalata bağımlıysa ve üretimdeki girdilerin önemli bir kısmı dolarla yurtdışından satın alınıyorsa, ilgili ekonominin reel kesimini olumsuz yönde etkilemek için doların yükselmesi tek başına yeterli bir faktör olabilmektedir. Dolayısıyla dışa bağımlı gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kuru yükselmeleri ile ekonominin olumsuz yönde etkilenmesinin kaynağını temelde reel kesimdeki değişimler oluşturmaktadır.

Ekonomideki bu kırılganlık da yapısal durumun genel zayıflığını işaret etmektedir. Konsantrasyon döviz kurlarına değil de dış ticaret hadleri ile ihracatın ithalatı karşılama oranına yöneltildiğinde, eğer bu oran yüksekse, döviz artışının ülkenin makro yapısı üzerinden reel kesime derin bir zarar vermeyeceği görülür. Böylelikle de olası döviz kuru artışını reel kesim değil, finansal piyasalar ve borçlu kesim yüklenmiş olur. Reel kesimi kuvvetli olan bir ekonominin iyi düzenlenmiş ve güçlü finansal piyasalara sahip olma olasılığı daha yüksek olacağından, ilgili ekonominin (finansal piyasalar açısından da yapısının sağlam olması ile) döviz kuru risklerine karşı her yönden daha dayanıklı bir pozisyon alınabilme imkanı da olacaktır.

Kura endeksli enflasyon yönetimi tercihinde de görüleceği üzere bir ekonomide fiyat istikrarının mı yoksa enflasyonun mu hedeflendiğinin net bir şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Fiyat istikrarı belli bir baz düzeyin korunması, enflasyon ise (diğer oluşum türleri dikkate alınmaksızın) temelde üretim ile tüketim arasındaki

²⁸⁸ Basın Açıklaması, **Türkiye İhracatçılar Meclisi**, (Çevrimiçi) <http://www.tim.org.tr/tr/basin-odasi-gundem-tl-ihracat-tum-zamanlarin-rekorunu-kiriyor.html>, 12.06.2019.

farka dayanmaktadır. (Üretilenden fazla tüketiliyorsa fiyatlarda yükselme meydana gelir.) Fiyat istikrarı istenen, enflasyon ise bir sıkıntının sonucu gelişen ve mücadele edilen bir durumdur. Eğer fiyatlar genel seviyesi istenen düzeydeyse (yani istikrar sağlanabilmişse), merkez bankasının bu durumun korunmasını garanti altına alması beklenebilir.

Ekonomik aktörlerce iktisadi açıdan dengenin yalın bir kavram olması beklenir. Ancak enflasyonun finansal açıklamaları nispeten daha karmaşıktır. Enflasyonun pratikteki karşılığının karmaşık olmasının sebeplerinden biri (i) her ekonomi için oransal olarak belli bir standardının olmayışıdır. Örneğin fiyat istikrarı için önceden belirlenmiş %5'lik bir enflasyon oranının tesis edilip, korunabilmiş olması halinde ilgili ekonomide kronik bir enflasyon sorununun varlığından söz edilemez. Bir diğer sebep ise (ii) aynı ülke ekonomisi içindeki yerel ekonomik etkilerdir.* Dönemsel etkilerden arındırma enflasyon için ne anlama geliyorsa yerel ekonomik etkiler de farklı enflasyon oranlarının ülke ve bölge düzeyinde kabul görmesi için aynı anlamı taşır. Kısaca, ülkelerin makroekonomik dinamikleri ve bölgesel ekonomik -yerel- dinamikleri tek seviye bir enflasyon oranının belirlenmesi için risk unsurları barındırmaktadır.

Dolayısıyla, merkez bankasının (düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı için yalnızca koruyucu görevini üstlenmiş bir kurum olarak) enflasyon yönetimindeki görev tanımını netleştğinde, REEY tercihinin sürdürülebilmesi için ilgili ekonomi özelinde enflasyonun tanımı ve sahip olunan yerel unsurların özelliklerinin tespit edilmiş olması gerekmektedir. Uygulanmasında merkez bankasının doğrudan sorumlu olabileceği REEY, profilaktik adımları içeren bir risk yönetimi paketidir. Bu paket fiyat istikrarı hedefi için belirlenmiş oranın korunması için (i) risk unsurlarının tespiti ile hazırlanmalıdır. Bir ekonomide enflasyonun yükseleceği dönemler için enflasyonu tetikleyecek unsurlar önceden tespit edilerek, yapılacak risk analizine göre ilgili dönemler gelmeden dezenflasyonist önlemler alınabilmelidir. Merkez bankasının

* Yaşam standartlarına ve alışkanlıklara göre kimin hangi ürünlerin fiyat artışından nasıl ve ne derece etkileneceği değişkenlik göstermektedir. Bölgesel, mevsimler ve sosyo-kültürel etkenler fiyatlar genel düzeyindeki artışları toplumsal kesimler arasında farklılaştırmaktadır. Buradan hareketle merkez bankasınca yapılacak ağırlıklandırmaya dayalı bir sistem kurgusu ile bu alanda hedeflenen istikrarın korunması amaçlanabilir.

buradaki vazifesi (beklenen düzeyin üzerinde) enflasyon artışı gerçekleşmeden profilaktik (önleyici) enflasyon yönetimi yapabilmesidir. Bu durumda enflasyon gerçekleşikten sonraki mücadele ise merkez bankalarının asli vazifesi olmaktan çıkarılmalıdır. REEY ile risk analizi yapan (finansal sistemin merkezindeki ve siyasi unsurlara dönük daha bağımsız bir) merkez bankası diğer yandan (ii) riskin satın alınmasından da sorumlu olmalıdır. Böylelikle, merkez bankaları riske endeksli çalışmalar yaparak, ülkelerindeki reel kesime yardımcı olmak suretiyle, enflasyona asıl kaynaklık eden tarafa hizmet edebilmiş olacaklardır.

Özetle, burada sırasıyla enflasyonu pratikte karmaşık hale getiren tek bir standart orana sabitlenemiyor oluşu üzerinden zamana göre enflasyonunun profilaktik ayarlanması gerekliliği ve yerel ekonomik etkiler dikkate alınarak (ağırlıklandırılmış miktar hesabı üzerinden gerçekleştirilecek bir miktar-fiyat bazı ayarlaması ile) bölgesel olarak her kesimin enflasyon hedefinin farklı tutulması gerekliliği karşımıza çıkmaktadır. Merkez bankalarının enflasyon yönetiminde fiyat istikrarını korumaya yönelik vazifesi ile REEY'nin bir unsuru olmak yerine, enflasyonun direk bir unsuru olması halinde, banka ülkede piyasa riski oluşturarak, makro iktisadi kırılganlıkları besleme riskini yükleneyecektir. Gelişmekte olan ülkelerde gözlenen durumlardan biri de merkez bankalarının piyasa riski oluşturmaları ve ülkenin piyasalarına bir risk unsuru olarak yaptığı etki ile kırılganlıkları beslemeleridir. REEY'nin tercih edilmesi halinde ise piyasa oyuncularını piyasa risklerinin merkez bankasınca satın alındığını bilerek, merkez bankasına güvenebilirler. Bu güven piyasa oyuncularının ülke ekonomisine olan güveninin önemli bir aşamasını oluşturmaktadır. Böylelikle merkez bankası fiyat istikrarını korumak üzere gerekli enflasyon oranı tahminini yaptıktan sonra, bu tahminin korunmasının garantisi de verilebilir hale gelmiş olur. Bankanın vazifesi enflasyon tahminindeki oranı düşürmek değil, zamanında ve teknik olarak doğru bir şekilde yapılmış, enflasyon beklentisi tahminindeki oranı korumak olmalıdır.

Tablo 2.10.: Türkiye'nin Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları

Yıl	Hedef	Gerçekleşme	Yıl	Hedef	Gerçekleşme
2002	35	29,7	2011	5,5	10,4
2003	20	18,4	2012	5	6,2
2004	12	9,3	2013	5	7,4
2005	8	7,7	2014	5	8,2
2006	5	9,7	2015	5	8,8
2007	4	8,4	2016	5	8,5
2008	4	10,1	2017	5	11,92
2009	7,5	6,5	2018	5	20,3
2010	6,5	6,4			

Kaynak: TCMB²⁸⁹

Merkez bankası birinci dereceden enflasyonla mücadele etmeyi hedeflediğinde, araç-amaç uyumsuzluğu içinde dâhil edildiği sadelikten uzak, karmaşık bir enflasyon yönetimi ile hükümetle olan ilişki trafiğinin zamanla artması sonucu bankanın bağımsızlığı da tehlikeye girmektedir. REEY tercihi ile desteklenmiş enflasyon yönetimine dair net bir görev tanımı, merkez bankasının elinde olmayan araçlarla ilgili sorumlu tutulmasının da önüne geçmiş olacaktır. Merkez bankasının enflasyonla mücadelenin bir unsuru olabilmesi için üretime yönelik sürecin enflasyona kaynaklık eden parametrelerine de müdahil olabilmesi gerekmektedir. Bankanın elindeki finansal araçlarla, üretime dair yeterli parametreler olmaksızın etkin bir mücadele yürütebilmesi mümkün görünmemektedir. Dolayısıyla, enflasyonla mücadele birinci dereceden finansal değil, üretimle yani reel ekonomi ile temasta olan kurumların üstlenmesi gereken bir sorumluluktur.

²⁸⁹ Enflasyon Hedefleri, TCMB, (Çevrimiçi),

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri> ,12.06.2019.

Tablo 2.11.: Enflasyon Oranları

	2000–09	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	2019*	2023*
(%)												
GSYH Deflatörleri												
Gelişmiş Ekonomiler	1,8	0,9	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	0,9	1,4	1,8	1,8	1,9
ABD	2,2	1,2	2,1	1,9	1,8	1,9	1,1	1,1	1,9	2,3	2,1	1,9
Euro Bölgesi	2,0	0,7	1,0	1,3	1,2	0,9	1,4	0,7	1,1	1,5	1,6	2,0
Japonya	-1,1	-1,9	-1,7	-0,8	-0,3	1,7	2,1	0,3	-0,2	0,8	1,5	1,0
Diğer Gelişmiş Ekonomiler ¹	2,1	2,0	2,0	1,2	1,4	1,3	1,0	1,2	1,9	1,7	1,7	1,9
Tüketici Fiyatları												
Gelişmiş Ekonomiler	2,0	1,5	2,7	2,0	1,4	1,4	0,3	0,8	1,7	2,0	1,9	2,0
ABD	2,6	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	2,1	2,2
Euro Bölgesi ²	2,1	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,5	1,7	1,7	2,1
Japonya	-0,3	-0,7	-0,3	-0,1	0,3	2,8	0,8	-0,1	0,5	1,2	1,3	1,3
Diğer Gelişmiş Ekonomiler ¹	2,1	2,4	3,3	2,1	1,7	1,5	0,5	0,9	1,8	2,0	1,9	2,0
Yükselen Piyasalar ve GOE³	6,8	5,6	7,1	5,8	5,5	4,7	4,7	4,2	4,3	5,0	5,2	4,1
Bölgesel Gruplar												
Bağımsız Devletler Topluluğu ³	13,7	7,2	9,8	6,2	6,5	8,1	15,5	8,3	5,5	4,5	5,7	4,5
YGO Asya	4,0	5,1	6,5	4,6	4,6	3,4	2,7	2,8	2,4	3,0	3,2	3,3
YGO Avrupa	12,7	5,7	5,4	6,1	4,5	4,1	3,2	3,2	6,2	8,3	9,0	7,2
Latin Amerika ve Caribbean	6,2	4,2	5,2	4,6	4,6	4,9	5,5	5,6	6,0	6,1	5,9	3,5
Orta Doğu, K. Afrika, Afganistan, Pakistan	6,7	6,6	9,3	9,8	9,2	6,6	5,4	4,7	6,4	10,8	10,2	6,0
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	6,6	6,3	8,8	9,7	9,4	6,5	5,5	4,9	6,7	11,8	10,6	6,2
Sahraaltı Afrika	10,7	8,1	9,3	9,2	6,5	6,3	6,9	11,2	11,0	8,6	8,5	7,6
Ortalama Enflasyon Oranı												
Gelişmiş Ekonomiler	2,3	1,9	3,2	2,6	1,4	0,7	0,1	0,6	1,6	1,8	1,8	2,0
Yükselen Piyasalar-GOE ⁴	5,2	4,1	5,4	4,5	3,8	3,1	2,7	2,7	3,3	3,6	3,7	3,0
1. Amerika Birleşik Devletleri, Euro bölgesi ülkeleri ve Japonya hariç./ 2. Eurostat'ın uyumlaştırılmış tüketici fiyatları endeksine dayanarak./ 3. Bağımsız Devletler Topluluğu'na üye olmayan Gürcistan, Türkmenistan ve Ukrayna, ekonomik yapıdaki benzerlik nedenleriyle bu gruba dahil edilmiştir/ 4. Venezuela hariç, ancak 2017'den itibaren Arjantin'i de içeriyor./ * Tahminler / YGO: Yükselen ve Gelişmekte Olan												

Kaynak: IMF, 2018, World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth, p.159.

2.4.3.4. Krizin Edinimlerinin Aksaklıklarına Dönük

Değerlendirmeler

Küresel krizin etkilerini azaltmak için alınan tedbirlerden negatif faiz oranı ve sıfır alt bandı uygulamaları gibi yöntemler para politikası açısından maruz kaldığı eleştiriler neticesinde ilgili uygulamalar ile sadece merkez bankası düzenlemeleri değil, temelinde yatan para politikası tercihi üzerinden aynı zamanda geleneksel para politikası kuramı da mercek altına alınmış olmaktadır.

2008 kriziyle merkez bankaları temelde araç yetersizliğine düşmüş olmaları ve parasal aktarım mekanizmasının işlerliğinin yitirilmiş olmasından dolayı geleneksel olmayan para politikası araçlarına yönelmek durumunda kaldılar. Bu tercih yalnızca yükselen kredi risklerini düşürmek veya kısa vadeli faizler üzerinde hedeflenen işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için değil aynı zamanda para piyasasında yaşanan negatif şokun etkilerinin de giderilmesi içindi. Sıfır alt bandına dayanan kısa vadeli nominal faiz oranlarının sebep olduğu aksaklıklara geleneksel olamayan para politikası araçlarını kullanarak aşmaya çalışan gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, bu araçlardan negatif faiz oranı uygulaması ile düşük enflasyon ve gerileyen reel faiz ortamında sıfır alt bandının kaldırılmasıyla parasal aktarım mekanizmasında oluşan aksaklıkları gidermeyi hedeflediler.²⁹⁰ Kriz sonrası merkez bankalarının negatif faiz uygulamaları ilk olarak 2009 yılı nisan ayında İsveç Merkez Bankası Sveriges Riksbank'ın²⁹¹ politika faiz oranını önce %0.5'e, aynı yılın temmuz ayında da %0.25'e ve 2010 yılının nisan ayına kadar 5 kez daha %0.25 oranında düşürülmesi ile²⁹² uygulanmaya başlandı. Politika faizi oranlarının düşürülmesi sonucu negatif faiz oranı uygulamasının küresel kriz sonrası ilk kez uygulayan İsveç'i Danimarka, İsviçre ve

²⁹⁰ Andreas Jobst, Huidan Lin, "Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area", **IMF Working Papers**, 16/172, International Monetary Fund, s.7, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16172.pdf>, 27.11.2017.

²⁹¹ Richhild Moessner, Jakob de Haan, David-Jan Jansen, "The Effect of Forward Guidance and The Zero Lower Bound on Interest Rate Sensitivity to Economic News in Sweden", **De Nederlandsche Bank**, August 2014, (Çevrimiçi) https://www.dnb.nl/en/binaries/Jakob%20de%20Haan_tcm47-313764.pdf, 27.11.2017.

²⁹² Previous Repo Rate Decisions, Riksbank, (Çevrimiçi) <http://www.riksbank.se/en/Monetary-policy/Forecasts-and-interest-rate-decisions/Previous-repo-rate-decisions/>, 15.11.2017.

Japonya Merkez Bankaları takip etti.²⁹³ 2017 yılına gelindiğinde küresel piyasalarda 9,5 trilyon ABD Dolarına ulaşan negatif getiri ile işlem gören devlet bonolarının²⁹⁴ küresel finans sistemi içinde muhtemel bir risk konusunda nasıl bir etkiye sebep olacağı konusu kendi içinde pek çok muammayı barındırmaktaydı. Bu konudaki net bilgiye ise ancak yeni bir krizle ulaşılabilceği kanaati ile ilgili dönemde giderek belirgin hale gelmişti.

Öte yandan, hükümetler parasını nakit olarak elde tutmanın daha karlı olacağı bir sistemde nakit paraya getirilen vergi uygulamaları gibi yöntemlerle yatırımcının parasını negatif getiriye rağmen mevcut faiz sistemine yönlendirebilmektedir. Nakit paranın muhafazası hususundaki pek çok etmen de yatırımcının böyle bir negatif getiriye razı olmasına sebep olmaktadır.²⁹⁵ Paradoksal bir durum gibi görünen bu uygulama da para politikası uygulamalarına dönül bir başka aksaklık kaynağına işaret etmektedir. Zira bu minvalde beliren politik risk faktörleri hükümetlerin artan borçlarının gerekçelendirilebilmesini de zorlaştırmaktadır. Bu tabloda merkez bankaları ise hükümetlerin artan bu borç yükünün faiz tahsildarı olarak konumlandırılmaktadır. Bunun temelindeki gerekçeyse tüm bağımsızlık iddialarına rağmen merkez bankalarının bu şekilde kurumsallaşmasını sağlayan geleneksel para politikası sistemini dayatan hükümetler olarak görülmektedir. Böylece 2008 krizi para politikası tercihleri özelinde merkez bankaları istendiğinde hükümetlerin tekelinde etkinsiz ve bağımlı bir konuma getirilebildiği eleştirilerine de açık hale gelmektedir.²⁹⁶

Para politikası hedeflerindeki değişimler beraberinde araçların da çeşitlendirilmesi sonucunu doğurmuştur. Gelişmekte olan ülkeler için kredi genişlemesi veya küresel büyümenin etkisi ile artan sermaye hareketlerine karşı ulusal

²⁹³ Manuel Amador, Javier Bianchi, Luigi Bocola, Fabrizio Perri, “Exchange Rate Policies at the Zero Lower Bound”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 740, October 2017, s.21-23, (Çevrimiçi) <https://minneapolisfed.org/research/wp/wp740.pdf>, 27.11.2017.

²⁹⁴ “Neg-Yielding Sov Debt Rises to \$9.5T Challenges Remain”, Fitch Ratings, 13 June 2017, (Çevrimiçi) <https://www.fitchratings.com/site/pr/1025047>, 10.11.2017.

²⁹⁵ Marvin Goodfriend, “The Case For Unencumbering Interest Rate Policy At The Zero Bound”, **Jackson Hole Economic Policy Symposium**, Federal Reserve Bank of Kansas City, USA, September 15, 2015, (Çevrimiçi) <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-goodfriend-paper.pdf>, 05.04.2017.

²⁹⁶ Michel, Stephen Moore, **a.g.e.**, p.6.

ekonominin muhtemel bir kur riski ile karşılaşmasından doğabilecek kırılganlıklara karşı yapısal dayanıklılığın artırılması zorunlu hale gelmiştir. Bu doğrultuda finansal piyasalardaki düzenleyici kurumların önceliklerinin zaman içinde güncellendiği gözlenmektedir. Dolayısıyla, farklılaşan iktisadi durumlara göre para politikalarının da sistemin ani revizyon ihtiyacına cevap verebilecek kabiliyette ve esnek önerileri barındırabilen bir kurumsal yapıda olması makbul hale gelmiştir. Bu doğrultuda, küresel finans sisteminin kurgusunu etkileyen para politikası uygulamalarından sıfır ve altında uygulanan faiz oranlarının etkinliği ve parasal genişlemenin ne tür etkilere sebep olabileceği iki önemli tartışma konusu olma vasfını korumaktadır.

Son olarak, para politikası değişimi özelinde merkez bankalarının bağımsızlık sorgusu da belirgin bir rol üstlenmektedir. 2008 krizi sonrasında merkez bankacılığı için dördüncü dönem olarak tanımlanan bir Goodhart (ilki 1840-1914 Victorian dönem, ikinci dönem 1930'lar ile 60'ların sonu ve 1979-2007 arası üçüncü dönem) analizinde, geçmiştekinin aksine artık merkez bankası bağımsızlığı fikrinin bir kenara bırakılacağı ileri sürülmektedir. Paralel şekilde krizi takip eden ilk on yıl içinde merkez bankacılığına dair yeni önerilerin bağımsızlık sorgusunu gölgede bıraktığı da görülmektedir. Öte yandan para politikası özelinde ise merkez bankasının politika belirleyici olarak etki gücünün sorgulanmasının yanı sıra araç sorgusunun yoğunlaştığı alanlarda en dikkat çekici eleştiri faiz mekanizmasına yöneltilmektedir. Merkez bankasının enflasyon hedeflemesi için faizle olan ilişkisinin yerine konulabilecek alternatiflerin tartışıldığı analizlerde faizin yerine gelebilecek makro ihtiyati bir düzenleyici mekanizma üzerine geliştirilmiş ortak bir önerinin gücüne değinmek için henüz erken olduğu düşünülebilir.²⁹⁷ Ancak bu süre ne kadar uzarsa küresel çapta maruz kalınan risklerin hızla artacağı ve zayıflayan öngörü kabiliyetinin de etkisi ile olası risklerin değerlendirilmesinde gelişecek zafiyetler ihtimaller arasında yerini almaktadır.

²⁹⁷ Goodhart, **The Changing Role of Central Banks**, p.153-154.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 SONRASI MERKEZ BANKACILIĞININ POLİTİKA YARATMA ETKİSİ

Liberal iktisadi düşüncenin gelişim evrelerini dikkate alarak, küresel iktisadi sorunlar cihetinde parasal iktisada dönük gelişmelerle gerçekleştirilen ilişkilendirmeler modern merkez bankacılığının yapısal unsurlarının kritiğinin birer fonksiyonu olarak ele alınmaktadır. Buradan hareketle, 21.yy'ın ekonomi araştırmalarında giderek fazla yer edinen paranın geleceği ve bu bağlamda merkez bankacılığının geleceği konuları geçmişle ilişkilendirilerek, bu alandaki gelecek öngörüsüne konu edilebilmektedir.

Bu bölümde, modern merkez bankacılığına yapısal bir eleştiri sunulabilmesi amacıyla mercek altına alınan 2008 krizi sonrası merkez bankacılığının politika yaratma yetkisi merkez bankalarının para yaratma süreç ve belirli ülkelerin para politikası yaratma sürecindeki kurumsal yapılanmalarına odaklanılarak açıklanmaktadır. Çin, Rusya, Japonya ve Kanada'nın para politikası yaratmadaki kurumsal aşamalarına kısaca değinildiği vaka incelemeleri ile birbirinden farklı uygulama örnekleri âdemi merkeziyetçi yönetim eksenli küresel eğilimler özelinde tahlil edilmektedir. Böylelikle merkez bankacılığının politika yaratma sürecine dair tespitlerde bulunabilmek amacıyla farklı merkeziyetçilik derecelerine göre çeşitlenmiş uygulama örneklerine ulaşılmış olmaktadır. Öte yandan, modern merkez bankacılığının kurumsal unsurlarına duyulan gereklilikleri incelemek adına gelişmiş ekonomilere kıyasla geç sayılabilecek bir dönemde kurulmuş olan Fed örneği bugünkü merkez bankası ihtiyacı ile yakın geçmişteki gereklilikleri mukayese etmek adına belirleyici özellikler taşıması hasebiyle bu bölümde ele alınan bir diğer konuyu oluşturmaktadır. Böylelikle, merkez bankacılığı uygulamalarına dair mevcut durumun analizi üzerinden merkez bankalarının para yaratma ve karar alma yapılarında âdemi merkeziyetçi yönetim sistemleri özelinde belirgin bir paradigma değişimine maruz kalmış olma ihtimalinin değerlendirilmesi ile tezin odak noktası olan 21. yy

kapitalizmi için yeni bir anlam bütünlüğünün şekillenmekte olup olmadığının yanıtı aranmaktadır.

3.1. MERKEZ BANKASI İHTİYACI

2008 krizinden doğrudan etkilenen ekonomilerin merkez bankalarının operasyonel ve sistemik risklere karşı kullandığı mevcut modelleri ile finans sektörüne dair etkin bir eylemsellik sergileyemediği kanaatleri merkez bankalarının gerekliliğiyle ilgili tartışmaları hızlandırdı. Bu doğrultuda bir kesim iyileştirme için devletin daha sıkı bir refah devleti bilinci ile yönetimin dümenine geçmesi gerektiğini savunurken, aksi şekilde daha sıkı düzenlemenin kendisinin bir istikrarsızlık unsuru yarattığını düşünenler serbestleşmenin tam manasıyla ifa edilmesi gerektiğini iddia etmektedirler. Serbestleşmenin merkez bankalarının lav edilmesi ile sağlanabileceğini savunan görüş buradan hareketle yeterince liberal olunamadığı için krizlerin geliştiğini de ileri sürmektedir.²⁹⁸

Matematiksel kusurları olan modeller ayıklandıktan sonra, iyi çalışan modellerin uzun zamandan beri var olan sorunlu yapısal unsurların görünür kılınmasına dair anlamlı sonuçlar sunabildiği henüz kesinleşmemiştir. Bunun da etkisi ile farklı saiklerle de olsa merkez bankalarına duyulan ihtiyaç giderek yaygın bir şekilde sorgulanır hale gelmiştir. Artık finansal istikrarın merkez bankaları olmaksızın tesis edilebileceği fikrinin azımsanmayacak düzeydeki taraftarlarının yanı sıra bu konunun mevcut gözlemcileri de giderek artmaktadır.

Merkez bankacılığının olası değişen fonksiyon ve rolleri iddialarının ekseninde, merkez bankasının olmadığı bir ekonomi tahayyülü bilhassa iktisadi krizlerle hız kazanan merkez bankalarının görev ve sorumlulukları ile bağımsızlık değerlendirmeleri zemininde giderek yaygınlaşmaktadır. Örneğin, merkez bankası parasının olmadığı bir yapı kimi zaman bugün bilinen anlamıyla bir merkez bankası

²⁹⁸ George Selgin, “Financial Stability Without Central Banks”, **Institute of Economic Affairs**, March 2018, UK, p. 44, e-book, (Çevrimiçi) <https://iea.org.uk/publications>, 29.06.2019.

kurumunun var olmadığı, ekonomi yönetimine doğrudan etkisi olmayan ve sadece hazinenin emisyon yönetiminden sorumlu bir birimi olarak ya da tümüyle merkez bankası adı altında bir oluşumun dahi olmadığı gibi çeşitli kurgularda şekillenmektedir.

Bugün ve geçmişte merkez bankasının olmadığı ekonomiler ile bilinen anlamıyla günümüzdeki merkez bankacılığının gerekliliğinin doğmasına sebep olan unsurlar hem ülkelerin mevcut ulusal iktisadi gerçekleri hem de küresel koşullar dikkate alınarak merkez bankasız bir finansal istikrar özelinde ve genel olarak merkez bankasız bir para politikası yönetimi alternatifi ile geliştirilmektedir.

Bir merkez bankasına duyulan ihtiyaç için döneminin şartları itibariyle Osmanlı Bankası örneğinde görülebileceği üzere ekonominin gelişmişlik düzeyine göre farklı alternatifler geliştirilebilmektedir. Bu alternatiflerin ihtiyacı karşılama düzeyine göre, geçmişte merkez bankasının olmadığı örnekler arasında yer alan Osmanlı Devleti'nin parasal ekonomisi bir merkez bankasının ne gibi şartlarda gerekli olacağına dair izler taşımaktadır. Osmanlı Devleti'nde dönemin siyasi ve ekonomik koşulları neticesinde oluşan bütçe açıkları ile artan borçlanma ihtiyacı, para basımının değerli maden standardından itibari para tercihine evrilmesi bir merkez bankası ihtiyacının oluşmasının temellerini oluşturmaktadır. Bu süreçte basılan paraların (ilk etapta elle yazılan ve faiz getirisi de olan paraların *-kaime-i mutebere-i nakdiye-* sahtelerinin yapılmasından kaynaklı) güvenilirliği ve hem saklama hem de ödeme aracı olarak kullanımındaki tedavül zorlukları gibi fiziksel gerekçeler ile parasal istikrarın tesisinin sağlanması ihtiyacı gibi nedenler para yönetiminin bir banka nezdinde sürdürülmesini gerekli kılmıştır.²⁹⁹ Osmanlı Devleti doğrudan bir merkez bankası açmak yerine, imtiyaz verdiği özel bir banka üzerinden ihtiyacı olan aracılığı yaptırmaya birkaç sefer teşebbüs eder. Zira basıla gelen kaimeler ve Kırım Savaşı'nın etkisi ile artan dış borç ihtiyacı Osmanlı Devleti'nin Avrupa'dan gelebilecek fona aracılık edecek bir bankanın teşekkülünü zorlar.³⁰⁰

²⁹⁹ Haydar Kazgan, Murat Öztürk, Murat Koraltürk, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Creative Yayıncılık, 2000, s.23-24.

³⁰⁰ A.e., s.31.

Merkezi bir devlet bankası kurulması ihtiyacı, imtiyaz verilen yabancı bankalar ile yürütülen parasal işlemlerden doğan menfi deneyimlerin Osmanlı Devleti'nin giderek büyüyen mali sorunlarını daha da derinleştirmiş olmasından ileri gelmektedir. Ne var ki adı konulmuş bir ihtiyaca karşın salt milli sermaye ile bir banka teşekkülünün dönemin koşulları gereği pek de mümkün olmadığı ortadadır.

Osmanlı Devleti'nin 1847, 1856 ve 1858'de kurulan yabancı bankalara verilen imtiyazlar ile sürdürülen para yönetimi, dördüncü seferde ise 1863 yılında İngiliz ve Fransız ortaklığı ile kurulmuş olan Osmanlı Bankası'na verilmiştir. Verilen imtiyaz ile kağıt para ihracında tek yetkili kurum olma özelliği başta olmak üzere ülkenin resmi olarak devlet bankacılığı yapma yetkisine sahip tek organı olmuştur. Avrupa piyasalarına gerekli güveni tesis edebilmek için yönetimde hükümet temsilinin asgaride tutulduğu (bankanın fiili yönetiminde hükümet temsilcisi yoktu) Osmanlı Bankası "bağımsız" bir banka profili çizmeyi hedefledi.³⁰¹ Ancak verilen tüm imtiyazlara karşın Osmanlı Bankası da kendisinden önceki imtiyazlı bankalar gibi beklenen anlamda ulusal bir merkez bankası rolü üstlenemedi. Öte yandan Osmanlı Bankası'nın bir merkez bankası olmayışının ve toplumdaki olumsuz izlenimleri gelecekte (özellikle I. Dünya Savaşı ve akabinde Kurtuluş Savaşı esnasında duyulan bağımsız ve milli sermayeli yeni bir merkez bankası ihtiyacına karşın) yeni bir merkez bankasının kuruluşuna yönelik tereddütlerin oluşmasına sebebiyet vermiştir.³⁰² Milli bir merkez bankasının teşekkülü ise ancak Cumhuriyet'in ilanından sonra bankanın 1931 yılında anonim şirket olarak kurulumunun ardından 1932 yılında faaliyete geçmesi ile gerçekleşmiştir.³⁰³ Buradan hareketle merkez bankası ihtiyacının oluşmasında tarihsel açıdan milli ekonomi unsurlarına yönelik etkilerinin ayırt edici rolü dikkat çekmektedir.

Aralarındaki iktisadi gelişmişlik düzeyi farkı dikkate alındığında ise günümüzdeki merkez bankasına duyulan ihtiyacı, tarihsel gelişiminin halen geçerliliğini koruyup korumadığı odağı üzerinden FED örneğinde ele alabilmekteyiz.

³⁰¹ Murat Birdal, **The Political Economy of Ottoman Public Debt: Insolvency and European Financial Control in the Late Nineteenth Century**, New York, Tauris Academic Studies, 2010, p. 32-34.

³⁰² Haydar Kazgan, **a.g.e.**, s.44.

³⁰³ **A.e.**, s.116.

Tablo 2.12.: Kuruluş Yılları İtibariyle Seçili Merkez Bankaları

	ÜLKE	MERKEZ BANKASI	KURULUŞ TARİHİ
1	ABD	Federal Reserve System	1913
2	Almanya	Deutsche Bundesbank	1957
3	Çin	The People's Bank of China	1948
4	Fransa	Banque de France	1800
5	İngiltere	Bank of England	1694
6	İsveç	Sveriges Riksbank	1668
7	İsviçre	Swiss National Bank	1907
8	Japonya	Bank of Japan	1882
9	Kanada	Bank of Canada	1935
10	Rusya	Bank of Russia	1860

Kaynak: İlgili merkez bankalarının resmi internet adresleri. (Erişim: 02.01.2020)

3.1.1. Merkez Bankası İhtiyacının Gelişimi: Fed Örneği

ABD’de Fed öncesi merkez bankacılığı faaliyetleri İngiltere Merkez Bankası’na benzer kurumsallıkta olan iki ayrı banka ile yürütülmüştür. Bunlar 1791–1811 yılları arasında kurulan Bank of the United States ve 1816–1836 yılları arasında ise ikinci Bank of the United States bankalarıdır.³⁰⁴ Her iki banka da kuruluşlarından pek de uzun sayılmayacak bir süre sonra merkez bankası olarak faaliyet gösterme haklarını yitirmişlerdir. ABD’de Merkez bankacılığı faaliyetinin bu denli gecikmesinin başlıca nedenleri arasında ise gerek kamu otoritelerinin gerekse piyasadaki baskın bir kesimin bu oluşumun piyasa dengelerini tacirlerin lehine olacak şekilde bozacağı ve tekelleşmeyi tetikleyeceği kanaati yer almaktaydı. Bu dönemde ABD’de genel olarak merkez bankacılığı oluşumuna karşı kuvvetli bir güvensizlik fikrinin hakim olduğu görülmektedir. Ancak 1907’deki kriz ABD’de bir merkez bankası kurulmasını zorunlu hale getirdi ve Federal Rezerv’in kurulması 1913 yılında gerçekleşmiş oldu. Bu raddeye gelinene dek İç Savaş öncesi farklı banknotlarla yürütülen ödemeler sistemi ile artan sahtecilik İç Savaş sırasında ulusal bankacılık sisteminin gelişmesini hızlandırdı. Öncelikle ortak bir banknot yapılanmasının tesis edilmesi ile ödemeler sisteminin verimli hale getirilmesi hedeflendi ancak ihtiyaçlar

³⁰⁴ A History of Central Banking in the United States, **a.g.e.**

bundan çok daha derindi ve nihayetinde resmi bir merkez bankasının kurulmasının önü açılmış oldu. ABD’de Fed özelinde merkez bankası ihtiyacının gelişiminin başlıca nedenleri arasında kamu borcunun finansmanı ve para birimini istikrara kavuşturmak yer almaktadır.

1914’e kadar altın standardını yönetmeye odaklanan merkez bankalarının öncelikli görevi gerektiğinde banknotların altına dönüştürülebilmesinde olası bir aksaklığa mahal vermemektir. Öte yandan, tıpkı Avrupa’daki ilk örneklerinde olduğu gibi ABD’de de merkez bankacılığı iç ekonomik istikrar önceliklendirilmiyordu. Avrupa’da I. Dünya Savaşı sonrası, ABD’de ise 1920’lerde hem iç hem de dış istikrar eş anlamlı olarak merkez bankacılığının hedefleri arasında yer aldı. Altın standardına dönük gelişmeler ve iç ekonomik dengelerin merkez bankalarınca gözetilmeye başlaması modern merkez bankacılığının en belirgin kırılma noktalarını oluşturdu. Fed özelinde köklü değişimin ise Büyük Buhran ile geliştiği görülmektedir.

1929’da başlayan resesyon ve akabindeki borsanın çöküşünü izleyen kriz dönemi öncesinde Fed “reel para doktrini (real bills doctrine)” olarak anılan kurala bağlıydı. Bir tür parasal eylemsizliği teşvik eden bu doktrinle izlenen Fed para politikasına göre para arzı ticari senetler üzerinden yönetilmekteydi. Bu tercih ile ilgili dönemde piyasaların gidişatını Fed’in okuyamadığı ve son çare olma mercii görevini yerini getiremediği gözlemlendi. Böylelikle Buhran sonrası Federal Rezerv Sistemi’nin yeniden düzenlenmesi yoluna gidilerek 1950’lere kadar sürecek olan Fed’in Hazine ile olan ilişkileri daha sıkı bir hale getirildi. 1951 yılı itibarıyla Fed’in Hazine olan ilişkileri tekrar düzenlenerek, kurumsal yapı yalnızca Kongre’ye hesap verebileceği bağımsız bir merkez bankacılığı tercihi ile şekillendi.

3.1.2. Merkez Bankası İhtiyacı Yaklaşımları

Serbest piyasa ekonomisinin savunucuları ile muhaliflerinin günümüz merkez bankacılığı eleştirilerinin bir cephesini de merkez bankalarının manipülatif olma durumu oluşturmaktadır. Günümüz parasal sistemine işlerlik kazandıracak öneriler arasındaki serbest bankacılık alternatifinin savunucuları (parasal anayasa şeklindeki bir uygulamayı veya Hayek’in savunduğu şekliyle birbirleriyle rekabet

eden paraların varlığına dayalı bir para piyasasında merkez bankasının olmadığı bir kurgu üzerinden) önerilerini merkez bankalarının sistemi olumsuz etkilemiş oldukları yargısı ile desteklemektedirler.

Bu görüşlerin yanı sıra parasal sistemin düzenlenmesi adına merkez bankacılığının geleceğine yönelik farklı öneriler de sunulmaktadır. Bunlar özetle şu şekilde sıralanabilir: Altına endeksli para arzı, emisyon yetkisinin merkez bankalarından alınıp ticari bankalara devredilmesi, merkez bankalarının kapatılması, parasal anayasa, özelleştirilmiş merkez bankaları, küresel bir paranın yaratılması (dünya parası) ve tek bir merkez bankasının teşekkülü.³⁰⁵

Geleneksel merkez bankacılığı emisyon yönetimi, fiyat istikrarı ve finansal istikrardan sorumlu bir otorite iken aynı zamanda paranın fiziksel güvenliği kadar dolaşımının da güvenliği ve istikrarından sorumludur. Bir ekonomideki ödeme ve takas sisteminin işlerliği ve güvenliğinden sorumlu olan merkez bankaları, sistemdeki finansal kurumların vazifelerini her koşulda eksiksiz yerine getirebilmelerinin de temel garantörü olarak kurgulanmıştır. Yalnızca emisyon ve dolaşım konularında değil sahip olduğu cari mevduatları ile de merkez bankaları takas varlıklarının işlerliğine yönelik finansal kurumlar arasında sunduğu nakit transfer sistemi aracılığıyla finansal sistemde istikrarın sağlanmasına yönelik katkılar sunmaya dönük hedefler üstlenmiştir.

Merkez bankasının ulusal ve uluslararası otonomi düzeyi ve hesap verilebilirliği onun sorumluluk derecesini doğrudan etkilemektedir. Sorumlu olduğu konulardaki sınırları ve sorumluluk dereceleri, sahip olduğu araç yeterliliği düzeyi, kurumsal yapısı, uzmanlık düzeyi ve deneyimi ile içinde bulunduğu ulusal koşullar her merkez bankasının kendine has bir kimliğe sahip olmasını gerekli kılar. Bu kimlik ise merkez bankalarının günün koşullarına göre şekillenmiş mevcut bağımsızlık düzeyinin göstergesidir. Günümüzde ise merkez bankalarının hükümet adına yapılanlar da dâhil olmak üzere gerçekleştirilen ulusal ve uluslararası operasyonlarla

³⁰⁵ Pamela J. Brown, "Constitution or Competition? Alternative Views on Monetary Reform", **Literature of Liberty: A Review of Contemporary Liberal Thought**, Autumn 1982, Volume 5, No 3, p.7-52 (Çevrimiçi) <https://oll.libertyfund.org/titles/1304>, 21.02.2020.

ve temsillerle sorumluluklarının sınırları zaman için genişleyerek geçmişte olduğundan bambaşka bir merkez bankacılığı fonksiyonu karşımıza çıkmaktadır. Ancak zaman içindeki bu değişim ve küresel kapitalizm sonrası gelişen iktisadi roller ve beklentiler sonucu uzak olmayan bir gelecekteki olası merkez bankacılığının para yönetimi ve işlemleri, son ödünç verme fonksiyonu, kambiyo işlemleri ve kamu sorumlulukları itibariyle aynı sınırlarda kalamayacağına dönük beklentiler de gelişmektedir.

Bu zeminde bir yandan da işlerliği itibariyle ekonomideki fonksiyonunu giderek yitiren merkez bankası parasının tümüyle var olmaması ihtimali ile birlikte para olgusunun tümüyle ortada kalkmasının da olasılıklarına dönük görüşler değişen merkez bankası ihtiyacının bir uzantısı olarak belirmektedir. Bu durumun şüphesiz piyasalara dönük etkilerinin yanı sıra sosyolojik ve kültürel olmak üzere pek çok yönü de bulunmaktadır. Ekonomik ve toplumsal faktörlere göre gerek merkez bankası parasının ve hatta mevcut fonksiyonlarıyla paranın olmadığı bir kurgu için gerekli tüm toplumsal şartların olgunlaşması gerekecektir. Ancak değişimin gerekliliği yönündeki savlara sunulan argümanlar arasında küresel borç kapitalizminin çevriminde yaşanacak her aksaklığın bu ihtimali güçlendiriyor olmasının, şartların olgunlaşmasının beklenenden kısa olabileceği olasılığını güçlendirdiği görüşü de yer almaktadır. Ek olarak, merkez bankasının operasyonel hedefi olan faiz oranı ve nihai hedefi olan enflasyon oranı konularının ayırt edici özelliği görece 2000'lerde yerini finansal istikrara bırakınca görev ve sorumluluk alanlarının bir kısmında yaşanan bu gevşeme ile beklenen şartların olgunlaşmaya başladığı da düşünülmektedir.

Geçmişteki ile gelecekteki merkez bankası ihtiyaçları arasındaki farklılaşma sürecinin hız kazandığı 21. yy merkez bankacılığı kurgusu, ağırlıklı olarak güncel para algısı etrafında şekillenmektedir. Bu değişimin neye hizmet edeceği ise yapılacak tercihler ile zaman içinde şekillenmek üzere sadece ekonomik olmayan, çok taraflı saikler ile belirlenmektedir. Ayrıca bu tercihin sınırları her ekonominin kendi gerçekliği içinde farklılık göstermelidir. Aksi halde aynılaşmaktan kaynaklı yaşanan mevcut sorunlar sürmeye devam edebilir. Tüm merkez bankaları belirli noktalarda genellenemeyecek kadar kendine has özelliklere sahip kurumlar olmalıdır ve benzer

fonksiyonlar üstlenmeleri benzer usullerin takipçileri olma genellemesine zorlanmaları sonucunu doğurmamalıdır.

Merkez bankasının para tabanı gözden düşmüş olsa da 20. yy'ın sonuna kadar bankanın operasyonel ve nihai hedefleri riske atılamayacağından dolayı merkez bankalarının ayırt edici vasıflara sahip olduğu kanaatine yönelik beklentiler de bir yandan hala geçerliliğini ve hâkimiyetini korumaktadır. Bu vasıflardan ilki merkez bankasının para politikası yürütme ve istikrarlı bir nominal çapa sağlama kapasitesine sahip tek kuruluş olması; ikincisi merkez bankasının son ödünç verme mercii olması ve son olarak da merkez bankalarının döviz müdahalesi sorumlulukları kapsamında döviz kuru dalgalanmaları üzerindeki etki yeteneğinin başka hiçbir kamu otoritesinde olmayışydı. Merkez bankası bilançosuna duyulan ihtiyaçtan ve yürüttüğü para politikası koordinasyonundaki bu üç gerekçeden gelen vasıfları ile bilinen anlamıyla merkez bankacılığına duyulan ihtiyaç varlığını muhafaza etmektedir.³⁰⁶ Dolayısıyla geleneksel gerekçelerin yanı sıra güncel gelişmeler ile günümüzde merkez bankası ihtiyacını belirleyen faktörlerin geçmiştekinden çok daha kapsamlı ve karmaşık bir hal aldığı anlaşılmaktadır.

3.2. PARANIN YARATILMA SÜRECİ VE MERKEZ BANKACILIĞININ POLİTİKA YAPICILIĞI İLİŞKİSİ

Ulusal ekonomiler özelinde parasal göstergeler geçmişteki kadar dikkate alınmamakla birlikte, bu göstergeler paralelinde gelişen küresel sorunlara odaklanıldığında paranın nasıl yaratıldığı ve ne gibi sonuçlar doğurduğu ekonomi üzerindeki niteliksel önemini yitirmiş değildir.

Merkez bankasının para yaratma sürecindeki etkinliği piyasada bulunan kullanımdaki paranın yaratılmasının ağırlıklı kaynağının ne olduğu ile doğrudan

³⁰⁶ Timo Henckel, Alain Ize, Arto Kovanen, “Central Banking Without Central Bank Money”, **Working Paper of the International Monetary Fund**, WP/99/92, July 1999, p.36, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Central-Banking-Without-Central-Bank-Money-3153>, 02.11.2019.

ilişkilidir. Bu doğrultuda yaratılan paranın ekonomideki payı ve tesiri, o ülke ekonomisindeki finans piyasalarının olduğu kadar sermaye piyasalarına dair göstergeler üzerinde de etkili olmaktadır.

Merkez bankalarınca ve ticari bankalarca yaratılan para ile büyüme arasındaki ilişki üzerinden merkez bankalarının para kaynağı yaratma fonksiyonun değerlendirilmesi ile aynı zamanda para arzının belirleyicisi olan merkez bankalarının bu alandaki etkinliği ele alınmış olmaktadır. Bu amaçla paranın nasıl yaratıldığını, para arzının oluşumunda merkez bankalarının ve ticari bankaların rollerini ve ilgili fonksiyonları açıklayan teoriler ekseninde merkez bankalarının para kaynağı yaratma fonksiyonu mercek altına alınarak 2008 sonrası gelişmeler temelinde ilgili fonksiyon için olası bir paradigma değişimi durumunun varlığı araştırılmaktadır.

3.2.1. Merkez Bankalarının Para Yaratma Süreci

Yeni paranın yaratılmasına duyulan ihtiyacın kaynaklarından biri artan borçlanmanın finansmanı yani kamu açıklarının finanse edilmesi boyutuyla yaratılan paradır. Devletlerin vergi gelirleri ile kapatamadıkları bütçe açıklarını yönetmek amacıyla başvurdukları borçlanma ihtiyaçlarının gittikçe artması, kamuda borcun tesisi ve çevrilmesi konusunun ağırlığını artırmıştır.

Bütçedeki açıkların yönetilmesinde borçlanma dışındaki bir diğer yöntem olan para arzının artırılmasıyla yaratılan yeni para üzerinden ise merkez bankaları senyör ve enflasyon vergisi şeklinde kamu geliri elde edebilmektedir. Bu yolla daha fazla gelir için daha fazla para yaratma tercihinde bulunulması halinde ise enflasyonun yükselmesi olasılığından kaynaklı mevcut kamu açıklarının merkez bankası parası yaratılarak finanse edilmesinin zorluğu ile karşılaşılır.³⁰⁷

İlgili kapsamda para arzı açısından merkez bankalarının fonksiyonu ve görevlerinin belirlenmesinde dikkate alınan parasal genişlemenin etkinliğinin konu edildiği çalışmaların başında geniş para arzı bileşenlerinin toplam para arzındaki artışa

³⁰⁷ Jülide Yıldırım, “Türkiye’de Para Yaratma Gelirleri 1981-1991”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Tartışma Tebliği No: 9303, Nisan 1993.

katkısı ile parasal taban ile büyüme arasındaki ilişki yer almaktadır. Buradan hareketle 2008 krizi özelinde ise geleneksel para politikası uygulamalarından olan politika faizi ile piyasalara müdahale etmek suretiyle (faizlerin sıfır alt bandı sınırına getirilmesi) likiditenin genişletilmeye çalışılması sonucunda piyasalarda beklenen canlanmanın tam olarak elde edilemediği görüşü, kriz sonrası eleştirilere kaynaklık etmiştir. Bir yandan da kriz döneminde merkez bankalarınca geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başvurulurken de aynı zamanda para arzı ile likidite artırımına da karar verildi. Deflasyon ile mücadele edilirken merkez bankaları enflasyon riskini de barındıran niceliksel genişlemeyi bankaların ve (emeklilik ve sigorta şirketleri dâhil olmak üzere) diğer finansal kurumların ellerindeki finansal varlıklarını satın alıp, onlara likidite sağlanarak hayata geçirdi.³⁰⁸

Merkez bankası parasının yaratılması, merkez bankası bilançosunda aktiften pasife doğru giden bir sürece tekabül etmektedir. Önce bilançonun aktifinde varlık yaratılır, sonra bu yaratılan varlığı finanse etmek için bilançonun pasifinde kaynak üretilir. Yaratılan para ise yalnızca emisyonun ibaret değildir ve merkez bankası parası olarak tanımlanan para, merkez bankasının tüm likit borçlarını temsil eden paradır.³⁰⁹ TCMB bilançosu üzerinden merkez bankası parası örneğinde de görüldüğü gibi merkez bankası parası “*emisyonu, kamu kesiminin, bankaların ve banka dışı kesimin Türk parası mevduatlarını ve TCMB’nin açık piyasa işlemlerinden kaynaklanan nakit borçlarının ve alacaklarının netleştirilmiş tutarını*” göstermektedir.³¹⁰

Piyasadaki para miktarı ise merkez bankasınca geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçları ile yönetilmektedir.* Yalnızca emisyon ile değil,

³⁰⁸ TCMB, Bülten, Sayı 28, s.5, Aralık 2012, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/>, 03.04.2019.

³⁰⁹ Melike Altinkemer, “Karşılıksız Para Basmak Neden Enflasyonisttir?”, TCMB Tartışma Tebliği, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, No: 9616, s.50, Temmuz 1996, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Arastirma+Yayinlari/Calisma+Tebliğleri/>, 23.03.2019.

³¹⁰ İrfan Yanar v.d., **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu ve Analitik Bilanço, Örnek Uygulamalar ve Bilanço Yansımaları**, 2016, Ankara, s. 43-46, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/>, 23.03.2019.

* Doğrudan para politikası araçları (faiz denetimi, kredi tavanı, farklılaştırılmış reeskont kotaları, tüketici kredilerinin denetimi, taksitli hisse senedi-tahvil alım kredilerinin kontrolü gibi

bankalarca yaratılan kaydi para ise merkez bankasının dolaylı müdahil olabildiği, para yaratılan bir diğer alandır. Merkez bankası elindeki politika araçları ile kredi hacmini etkileyerek nihai hedefi olan fiyat istikrarını tesis edebilmek için piyasadaki para miktarını kontrol altına almaya çalışır. Bu faaliyetler ekseninde ve para arzının belirlenmesinde birincil dereceden fonksiyonu itibarıyla merkez bankaları, ekonominin genel görünümü üzerinde belirgin bir etkiye sahip olan yaratılan para miktarı arayıcılığıyla ve parasal büyüklüklerin ekonomide taşıdığı önem derecesine göre iktisadi sistemde otorite niteliğinde bir görev üstlenmiş durumdadır.³¹¹

Tıpkı merkez bankası parası ve rezerv para gibi *dolaşımdaki para, banka nakitleri ve merkez bankasındaki zorunlu karşılıkları* ifade eden para tabanı da merkez bankasının gözettiği bir diğer temel parasal büyüklüğü ifade etmektedir. Bu kavramlar odağında merkez bankalarının para arzındaki rolünü ve bu rolü icrasındaki temel yöntemlerini TCMB aşağıdaki ifade ile açıklamıştır.

*“Hane halkı ve ticari banka davranışlarının para arzı üzerinde etkisi olmasına karşın, para arzının en önemli belirleyicisi merkez bankalarıdır. Merkez Bankaları para arzını, doğrudan veya banka mevduatlarını etkileyerek belirlemektedir. Zorunlu karşılık oranları, açık piyasa işlemleri ve politika faiz oranı, merkez bankalarının para arzını etkilemek için kullandığı temel araçlardır.”*³¹²

Kapalı bir ekonomi varsayımında, merkez bankasının para yaratma fonksiyonunun sadece tek aktif olan dış varlıklar ile cari fazla verme yoluyla sağlandığı düşünülürse (ki bankadan hiç kredi çıkmadığı olasılığı altında), bu yaratılan para tümüyle bir karşılık nispetinde var olmuş demektir (currency board sistemi).³¹³

araçlar) ile dolaylı para politikası araçları (APİ, faiz politikası, zorunlu karşılıklar, swap işlemleri ve reeskont politikası) merkez bankasının kullandığı temel para politikası araçlarıdır.

³¹¹ A.e.

³¹² TCMB Bülteni, Sayı 31, Eylül 2013, s.5, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/>, 03.04.2019.

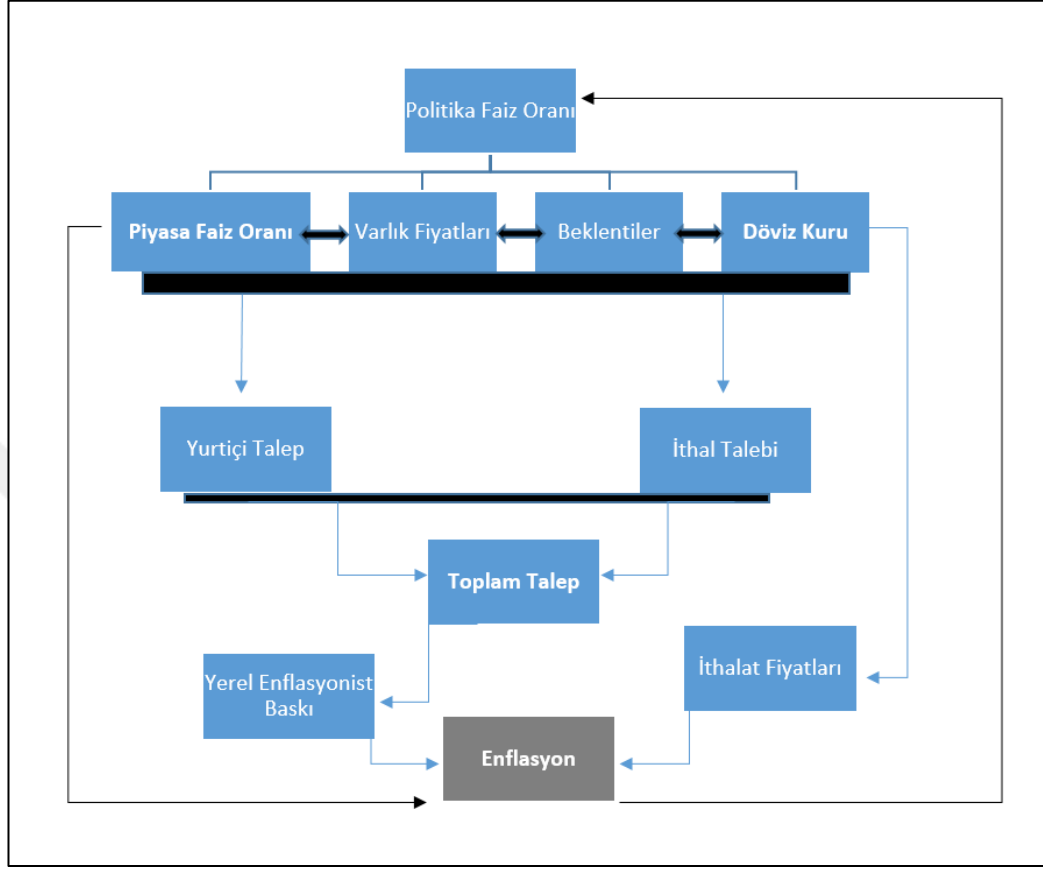
³¹³ Bireyin sahip olduğu paranın neyin karşılığı olduğunu bilmek istemesi ve değerinin muhafaza edileceğine olan güven talebi tabi bir haktır. İngiltere 1931 yılında altın standardını terk etmiş

Teoride böyle bir sistemde para arzındaki artış cari fazla vererek yani üretim artışı ile başladığı için enflasyonist bir etki ile karşılaşmaz. Aksine, eğer para kredi vermek suretiyle iç varlıklar karşılığında yaratılmaya başlanırsa, beklenen üretim artışı fiyatların yükselmesi ile sonuçlanan bir talep artışı ve akabinde reel ücretlerin düşmesi ile artan karlara sebep olacağı ve bunun karşılığında elde edilen karların kapalı bir ekonomi için yatırıma dönüşeceği kabul edilir. Fakat pratikte, bu karların yatırıma dönüşmeme riski karşımıza çıkmaktadır. Açık ekonomilerde ise muhtemel bir bütçe disiplini zafiyetinde para arzı artışı enflasyonist bir beklenti doğurmakta ve piyasalarda belirsizlik durumuna sebep olabilmektedir. Bu durum da yatırımdan kaçan sermayenin geri çağrılmasının yükselen faizler ile gerçekleştirilme çabasını doğururken, yatırımcılar nazarında gelecek için bir resesyon beklentisini de desteklemektedir. Dolayısıyla, üretime dayalı olmaksızın kredilere dayalı olarak yaratılmaya başlanan para ekonomide enflasyonist sonuçlar doğurabilmektedir.³¹⁴

olmasına rağmen pratikte bir karşılığı olmamakla birlikte bir güven ifadesi olarak, değiştirilebileceği anlamına gelen ifadeyi banknotlar üzerinde tutmaktan vazgeçmedi. Günümüzde ise paranın insanlara benzer güveni tesis etmediği açıktır ve paraya yönelik güven talebindeki sorunlar geçmişteki para ile geleceğin parasının örtüşmeyen yönlerini işaret etmektedir. I. Dünya Savaşı öncesi bir otomobile ödenen bedel ile savaş sonrası ancak bir adet yumurta alınabilmesi gibi deneyimlerle geçmişteki emeklerin karşılığının gelecek için de korunabilmesinin kıymeti ağır bedeller ödenerek kavranmıştır. İnsanlar gelir elde etmek kadar, gelirlerini ve gelecek beklentilerine de korumak isterler. Çünkü emeğin bugünkü korunmuş karşılığı olarak, bir ülkede istikrarlı bir paranın varlığı o ülke vatandaşları için savaşı bir toplumda yaşamak kadar önemli bir güven unsurudur. (Bkz. Eagleton, **a.g.e.**, s.335.)

³¹⁴ Altınkemer, **Karşılıksız Para Basmak Neden Enflasyonisttir?**, s.51-53.

Şekil 3.1.: Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: TCMB

Yukarıdaki şekilde temel unsurları ile basit olarak gösterilmiş olan parasal aktarım mekanizması faiz koridoru*, zorunlu karşılıklar ve iletişim unsurları ile bu temel yapının üzerinden gelişerek çok daha fazla paydaşlı bir yapıya kavuşmuştur. 2008 sonrası fiyat istikrarı hedefinin yanı sıra finansal istikrarı da gözetme hedefi ile yeni çerçevede politika faizi aracının yanı sıra “faiz koridoru, likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması” da aktif araçlar arasında yer almıştır.³¹⁵

* Kriz sonrası aktif olarak uygulanmaya konulan yeni araçlar, TCMB özelinde 2016 yılında para politikasında gidilen sadeleştirme ile (zira krizin etkileri zayıflamaya başlamıştı) yeniden gözden geçirilmiştir ve geniş faiz koridoruna olan ihtiyacın azalması ile bu alanda düzenlemeye gidilmiştir. (Bkz. TCMB Enflasyon Raporu 2016-III, (Çevrimiçi) (<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/>), 15.01.2019.)

³¹⁵ “Parasal Aktarım Mekanizması”, TCMB, 2013, Ankara, s.13-15, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NONE>, 15.01.2019.

Teorik olarak para ile para politikası arasındaki ilişki para çarpanı üzerinden merkez bankalarının rezerv miktarını değiştirerek geniş para miktarını belirlediği düşünülür. Ancak bu durumun pratikte böyle olmadığı görülmektedir.

İngiltere Merkez Bankası uzmanlarınca modern ekonomide paraya ve paranın merkez bankası tarafından oluşturulmamasına dair yapılan öz eleştiride de bu duruma değinilmektedir ve özünde zaman içinde paranın değişen fonksiyonlarına işaret edilmektedir. Paranın yalnızca bir borç senedi olduğu vurgusunun yapıldığı bu çalışmada mevcut rolleri ile merkez bankalarının sanılan sınırlarda bağımsız olamayacağı ve bu haliyle merkez bankası parasının ekonomide kaynak unsurunu teşkil edecek bir fon oluşumuna hizmet edemediği vurgulanmıştır. Buradan hareketle 2014 yılında yapılan bu çalışma ile farklı ölçütlerdeki para tabanı ile ekonomideki nominal harcamalar arasındaki korelasyon incelenerek parasal genişlemenin etkinliği, parasal tabanla birlikte harcamalarda meydana gelen hareketlilikler izlenmiştir. Görülmektedir ki uygun para ölçümünün belirlenmesi, finansal sektörün gelişiminin devam etmesi ile karmaşık hale gelmiştir. Bu, hem para olarak kullanılabilecek araç çeşitliliğini hem de geleneksel bankacılık sisteminden borç alan ve bunlara para yatıran finansal kurumların çeşitliliğini genişletmiştir. Çalışmada, parasal büyüklüklerin gelişiminin ekonomideki nominal harcamalara kıyasla bazı uzun vadeli tarihsel zaman serileri de gösterilmiştir.* İngiltere para rejimindeki son 150 yıldaki çeşitli değişiklikler göz önüne alındığında, tek bir parasal göstergenin paradaki hem doğrulayıcı hem de marjinal maliyet bilgisini mükemmel şekilde yakalamasının pek olası olmadığı anlaşılmaktadır. Öte yandan İngiltere finans sektörü de para ile harcama arasındaki ilişkiyi göz önünde bulundururken, sürecin dikkate alınması gereken çeşitli yapısal değişikliklerden geçtiği görülmektedir. Örneğin, finansal sektörün ekonominin geri kalanına göre (1980'lerin ve 2000'lerin başında olduğu gibi) daha belirgin büyüdüğü dönemlerde, geniş para nominal harcamalardan daha hızlı bir şekilde artma eğiliminde olmuştur.³¹⁶

* Bkz. Ekler: İngiltere'de Farklı Parasal Büyüklükler ve Nominal Harcama Düzeyi.

³¹⁶ Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas, Money Creation In The Modern Economy, Bank of England, Quarterly Bulletin, p.14-27, (Çevrimiçi) <https://www.bankofengland.co.uk/news/publications>, 14 March 2014

Sonuç olarak, uygulana gelen para rejimine yönelik takiplerin tek bir parasal gösterge ile değil para tabanını temsil eden tüm göstergelerin tek tek hesaplamalara dahil edildiği analizlere başvurarak ele alınması gerekmektedir. Öte yandan geleneksel olan ya da olmayan her türlü para yaratma işleminin sonunda makroekonomide oluşan uzun vadeli sonucun ne olduğu ve bu sonucun borçlanma ile aynı etkiyi doğurup doğurmadığıdır esas olan.

3.2.2. Ticari Bankaların Para Yaratması Süreci

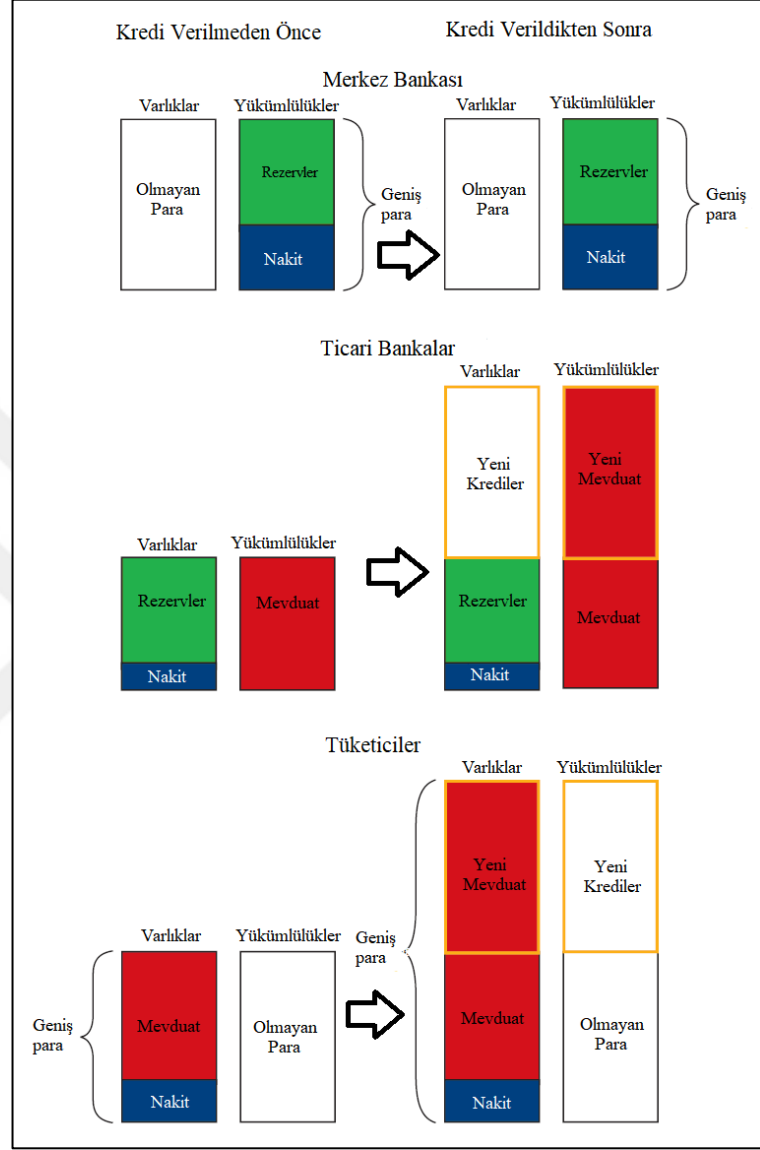
Bankalarca krediler sonucunda yaratılan kaydi para sürecinde merkez bankaları belirlediği zorunlu karşılık oranları aracılığıyla para arzının ticari bankalar üzerinden gelişen kısmına müdahil olmaktadır.

Bankaların sundukları kredi hizmetleri başta olmak üzere gerçekleştirdikleri bankacılık faaliyetleri üzerinden para arzına etkileri temelde üç teori ile açıklanmaktadır. Finansal aracılık teorisi, kısmi rezerv teorisi ve kredi yaratma teorisi bankacılık faaliyetlerinin para arzına yönelik ne tür bir rol üstlendiğini açıklar.

Finansal aracılık teorisi bankaların sadece topladığı mevduatları kredi olarak veren aracı kurumlar olarak tanımlamaktadır. *Kısmi rezerv teorisine* göre bankalar birer finansal aracı kurumlardır ancak finansal aracılık teorisinde iddia edilenin aksine bankalar çarpan mekanizması vasıtasıyla para yaratabilirler. *Kredi yaratma teorisi* ile de bankalar kredi vererek veya varlık satın aldıklarında krediyi de parayı da bir nevi havadan yaratmış olduğu iddia edilir.³¹⁷

³¹⁷ Richard A. Werner, “A Lost Century in Economics: Three Theories of Banking And The Conclusive Evidence”, *International Review of Financial Analysis*, Volume 46, July 2016, p. 362-366, Elsevier, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2015.08.014>, 20.01.2019.

Şekil 3.2.: Bankacılık Sektöründen Ek Krediler Yaratarak Para Yaratma



Kaynak: BoE, Quarterly Bulletin, Q1, 2014

Ticari bankaların borç vererek yaratacakları paranın sınırını belirleyen başlıca unsur faiz mekanizması olarak kurgulanmıştır. Bunun yanında, bankacılık sisteminin para yaratması konusunda Tobin, ünlü makalesinde kaç kredinin mevduat ile eşleşebileceğinin sorgusu üzerinden ticari bankalarının para yaratma sınırlarına

değindir.³¹⁸ Bu sınırlar günümüz ekonomileri için ele alındığında, bankaların para yaratmada içinde bulundukları üç temel kısıt karşımıza çıkmaktadır.

Bunlardan ilki, bankaların kendilerinden yani yaptıkları işin doğasından kaynaklanan sınırlardır. Örneğin, bankaların piyasadaki rekabetçi koşullarda karlı bir şekilde borç vermek durumunda olmaları ve kredi verme ile ilgili riskleri yeterince yönetmelerini sağlamak zorunda kalmaları veya tabi oldukları düzenleyici kurallar bankaların para yaratmada sınırlarının ilkinin teşkil eder. İkincisi ise yeni yaratılmış parayı bankadan kredi olarak alanların davranışları ile (örneğin geçmiş dönem ödenmemiş kredi borçlarını ödeyerek) şekillenmektedir ve yaratılmış mevduatın derhal imha edilmesi durumunda oluşabilir. Bu durum “reflü teorisi” olarak da anılır. Benzer şekilde kredi borcu olmasa da, yeni yaratılmış parayı elinde tutan hane halkı ya da şirketler bu para ile mal ve hizmet tüketimine yönelebilirler. Bu her iki durumda da para imha edilmiş olur ve yaratılmış sayılmaz. Bankacılık sektörü dışındaki özel sektörün davranışı, bankacılık sektörü tarafından kredi yaratılmasının para stoku üzerinde yarattığı nihai sonucu etkilemektedir. Son olarak da ekonomideki parasal koşulların nihai belirleyici olan merkez bankasının para politikası ticari bankaların para yaratmada karşı karşıya kaldıkları diğer kısıtlardan biridir.³¹⁹

Yerleşik iktisadi algı çerçevesinde bankacılığın kredi yaratma teorisine göre, banka kredisi yaratma ile ekonomik büyümenin ilişkili olduğu, dolayısıyla banka kredisinin ekonomi üzerinde olumlu bir etkisinin olduğu savunulmaktadır. Kısaca, ticari bankaların para yaratma sürecindeki etkinliği düşünüldüğünde, bankacılığın öneminin ekonomik faaliyetler içerisinde para yaratma eksenli özel bir ayrıcalığa sahip olmasından geldiği gösterilmektedir. Bu görüşü savunanlar banka kredisi yaratma ile GSYH artışı ile varlık fiyatları arasındaki ilişki üzerinden belirlenen “*Kredi Miktarı Teorisinin*” takipçileri olarak adlandırılmaktadırlar. Bilhassa GSYH’ya önemli düzeyde katkı sunacak alanlara yönelik banka kredileri artırılarak ve aksi şekilde büyümeye beklenen katkıyı sunmayan sektörler (üretken olmayan sektörler)

³¹⁸ James Tobin, “Commercial banks as creators of ‘money’”, **Cowles Foundation Discussion Papers** No. 159, July 24, 1963, p.7-9, (Çevrimiçi) 01 Mart 2019, (Çevrimiçi) <http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d01/d0159.pdf>

³¹⁹ McLeay, Radia, Thomas, a.g.e, p.17-20.

sunulacak kredilerin de sınırlandırılması ile banka kredileri üzerinden yaratılan paranın büyüme üzerindeki etkisinin artırılabilmesi hedeflenmektedir. Buradan hareketle (geçmişte bilhassa Japonya’da ve Fransa’da deneyimlenen) *kredi rehberliği* uygulamasının özellikle kriz sonrası para politikası tercihleri arasında yer aldığı gözlenmiştir.³²⁰

Öte yandan bu eğilimle paralel olarak 2014 yılında Euro bölgesi için yapılan tahminlerde de GSYH işlemleri için kredi yaratmanın anlamlı ve önemli bir açıklayıcı değişken olduğu ve dolayısıyla iç talebi canlandırmak (beraberinde istihdam ve artan vergilerle kamu açıklarının kapanmasına da katkı sunmak) beklentisiyle nominal GSYH'yi artırmak için banka kredisinde bir artışa ihtiyaç duyulduğu sonucu elde edilmiştir.³²¹

³²⁰ Werner, “A Lost Century in Economics: Three Theories of Banking And The Conclusive Evidence”, p.377.

³²¹ Richard A. Werner, “Enhanced Debt Management: Solving The Eurozone Crisis by Linking **Debt Management With Fiscal and Monetary Policy**”, Journal of International Money and Finance, No. 49, p.465-466, 2014, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.06.007>, 09.04.2019.

Tablo 3.1.: Ticari Bankaların Para Politikası Hedeflerini Karşılama Usulleri

Para Politikası Hedefleri	Para Politikasının Bileşenleri	Para Politikasının Amaçları	Ticari Bankanın Karşılama Usulü	Ticari Bankanın Amaçları
Fiyat İstikrarı	Parasal emisyon	Yeterli miktarda para arzı	Kredi politikası ve veri yönetim bellek politikası	Birikim ve verimli kredi kaynaklarından azami karı elde etmek.
Dış İstikrar	Döviz kurlarının istikrarı ve ödemeler dengesi	Ulusal döviz istikrarı	Kambiyo politikası	Sektörel yabancı para talebi
Sürdürülebilir Büyüme	Kredilendirme	Ticari kredi mevcudiyeti	Kredi politikası	Ticari kredi talebi
	Depolama	Potansiyel yatırımların kaynağı olarak ekonomik büyüme koşullarının yaratılması.	Veri yönetim bellek politikası	Büyüme yaratan fon kaynakları için koşullar yaratmak.
Faiz Oranlarının İstikrarı	Faiz oranı	Finansal kaynakların geçici kullanım hakkının ödenmesi için para talebini karşılamak.	Politika faiz oranı ve ücretler	Finansal kaynakların geçici kullanım hakkının ödenmesi için para talebini karşılamak.
Finansal Sistem İstikrarı	Finansal sistem istikrarı	Bankacılık likidite sisteminin düzenlenmesi.	Risk yönetimi, likidite yönetimi	Düzenlemelerin uygulanması, bankanın istikrarının sağlanması.

Kaynak: Victoria Cociug, Olga Timofei, 2016, p.84.

Ekonomideki parasal faktörlerin yarattığı sorunlar, giderek büyüyen borç kapitalizminin paralelinde gelişen finansal krizlerle dikkatleri merkez bankalarının para politikası fonksiyonuna yöneltmektedir. Para politikasının makro iktisadi sisteme yönelik etkinliğinin artırılması hedefiyle, para otoritelerince para arzı belirleyici bir değişken olarak kabul edilmektedir. Bu sebeple gerek merkez bankası parası gerekse ticari bankalarca yaratılan para üzerinden büyüme başta olmak üzere makroekonomik hedeflere yönelik pozitif çıktılar elde edilmesi ve para kaynağının takibi özelindeki fonksiyonları para politikasının birer unsuru olarak takip edilmelidir.

Günümüzdeki yerleşik eğilim merkez bankaları açık piyasa işlemlerinin dışında para basarak ve piyasadaki paranın miktarını kontrol ederek parasal otorite olma fonksiyonunu icra ederken, ticari bankaların da iktisadi büyümenin bir fonksiyonu olarak para yaratama rolünü üstlendikleri yönündedir. *Bankalar reel sektörden gelen parasal etki talebini karşılama yetenekleri* ile para otoritesi ile reel ekonomi arasındaki bağlantıyı tesis etmektedirler.³²² Paranın geleceğin makroekonomi politikaları üzerindeki etkileri itibarıyla sergilediği fonksiyonelliğine yönelik bir tür gösterge olma vazifesi ise ekonomideki yaratılan paranın iktisat politikaları hedefleri çerçevesinde ne düzeyde hizmet edebildiği ile ilgilidir.

3.2.3. Para Arzı Özelinde Merkez Bankacılığının Politika Yapıcılığı

Para ve maliye politikaları arasındaki eş güdüm ve ekonomi otoritelerince oransal olarak neye ağırlık verileceği hususunda, mevcut politika araçlarının türleri ve bunların kullanım becerisi elde edilecek uygulama başarısının derecesini doğrudan etkilemektedir. Bu doğrultuda, fiyat istikrarının tesisi hedefine ulaşılmasında parasal büyüklüklerin işleyişine müdahil olabilecek muktadir bir otoritenin varlığına yönelik beklentiler gelişmektedir. Zira parasal büyüklükler ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkinin anlamlı ve istikrarlı olması fiyat istikrarının sağlanması için beklenen bir unsurdur ve bu alandaki düzenleyici kurumlar için bir etkinlik arayışı söz konusudur.³²³ Dolayısıyla, fiyat istikrarının sağlanmasında maliye politikalarının ya da para politikalarının ne düzeyde tercih edildiği ve ilgili politika araçlarının etkinliğinin incelendiği araştırmalardan aynı zamanda bu politikaların uygulayıcılarının başarılarına yönelik sonuçlar da çıkarılabilmektedir. Buradan hareketle para politikası etkinliği açısından para arzının temel makro iktisadi göstergelerden enflasyon, büyüme ve faiz ile olan ilişkisi üzerinden merkez bankacılığının bu sahadaki etkinliği tartışılabilmektedir.

³²² Victoria Cociug, Olga Timofei, "Optimization of Monetary Creation By Linking Monetary Policies With Commercial Banks' Strategies", **Financial Studies**, Volume 20, Issue 2, p.88, (Çevrimiçi) eBook Collection, (EBSCOhost) <http://eds.b.ebscohost.com/>, 16.04.2019.

³²³ Fatih Özatay, "Sustainability of Fiscal Deficits, Monetary Policy, and Inflation Stabilization: The Case of Turkey", **Journal of Policy Modeling**, Volume 19, Issue 6, 1997, p.661-662, Elsevier, (Çevrimiçi) [https://doi.org/10.1016/S0161-8938\(97\)00015-X](https://doi.org/10.1016/S0161-8938(97)00015-X), 16.01.2019.

Para politikası odağında merkez bankasının görevleri arasında bulunan likiditenin son kaynağı olarak rezerv yaratma, ülkedeki fiyat istikrarını sağlama, bankanın yarattığı ve kontrol ettiği para üzerindeki araç yeterlilikleri ile diğer temel fonksiyonları ve icradaki başarısı büyüme, enflasyon, kur ve yatırımlar ile olan doğrudan ve dolaylı ilişkileri üzerindeki etkileri ile ölçülmektedir.

Merkez bankası para arzı yönetimindeki görevi ile asli amacı olan fiyat istikrarını sağlayarak ekonomide paranın satın alma gücünün tesisine yönelik temel icracıdır. Parasal unsurların enflasyon, faiz ve büyüme ile olan ilişkisi para ve maliye politikası otoritelerinin tercih ettikleri usulleri doğrudan etkilemektedir. Bu doğrultuda, paranın yaratılması ve bu yaratılan paranın hangi kanaldan nerelere kanalize olduğuna dair sürecin makro iktisadi unsurlar üzerindeki etkisi politikaların ve bu politika araçlarının başarısı kadar ilgili politikaların sürdürülebilirliğine yönelik göstergeleri de içermektedir.

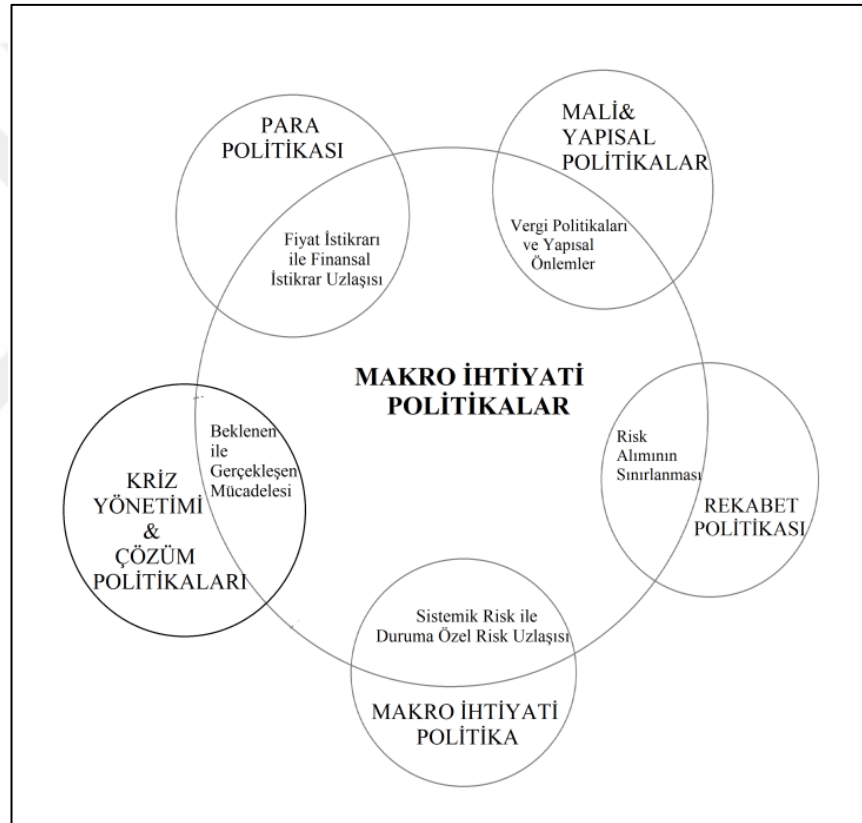
3.2.3.1. Teorik Açıdan Göstergeler Arasındaki İlişki

Merkez bankalarının faiz, büyüme ve para tabanı gibi parametreleri gözeterek yönettiği fiyat istikrarına yönelik elde edilen politika başarısının ölçülmesindeki deneysel bulgular tüm koşullar için geçerli olabilecek genellemelerin yapılamadığını ve aynı ekonomiler için dönemler itibarıyla birbiriyle çelişen sonuçlar elde edilebildiğini göstermektedir. Dolayısıyla gerek ilgili parametrelerin aralarındaki ilişkinin standartlaştırılması, gerekse politika araçlarının bu parametrelerin farklı senaryolarındaki etkinlik derecelerinin öngörülebilmesine yönelik kesin sonuçlar ve nihayetinde uygulamaya dönük hazır protokoller elde edilebilmesi güçleşmektedir. Bu da ekonomi reçetelerinin hazırlanmasını olumsuz yönde etkilediği kadar politika yaratma becerisini ve bu beceriye dönük güveni de tahrip etmektedir.

Geçmişe dönük analizler ile politika tercihlerinin ilgili hedeflere ne derece hizmet edip edemeyeceğine dair verilerin elde edilmesine katkı sağlayacak sonuçlara ulaşılması amaçlandığı için, bu araştırmalarda incelemeye dâhil edilen değişkenlerin birbirleri ile olan ilişkileri, öncelikle hedefler özelinde ele alınmaktadır. Bu doğrultuda, enflasyonun para arzı ile arasındaki ilişkide merkez bankasının fiyat

istikrarı hedeflemesi aracılığıyla enflasyona dair belirlediği öncelikleri karşımıza çıkarmaktadır. Buradan hareketle güncele dair, her ne kadar 2008 krizi sonrasında finansal istikrarın sağlanmasının öneminin artması üzerine politika araçlarının her birinin tek bir politika hedefi üzerine kullanılması eğilimleri gelişse de merkez bankaları fiyat istikrarı hedefini ikincil bir hedef olarak görmeyi tercih etmediği ve genel olarak eşanlı yönetim politikasına yöneldikleri gözlenmektedir.³²⁴

Şekil 3.3.: Makro İhtiyati Politikalar ile Diğer Politikaların İlişkisi



Kaynak: IMF ³²⁵

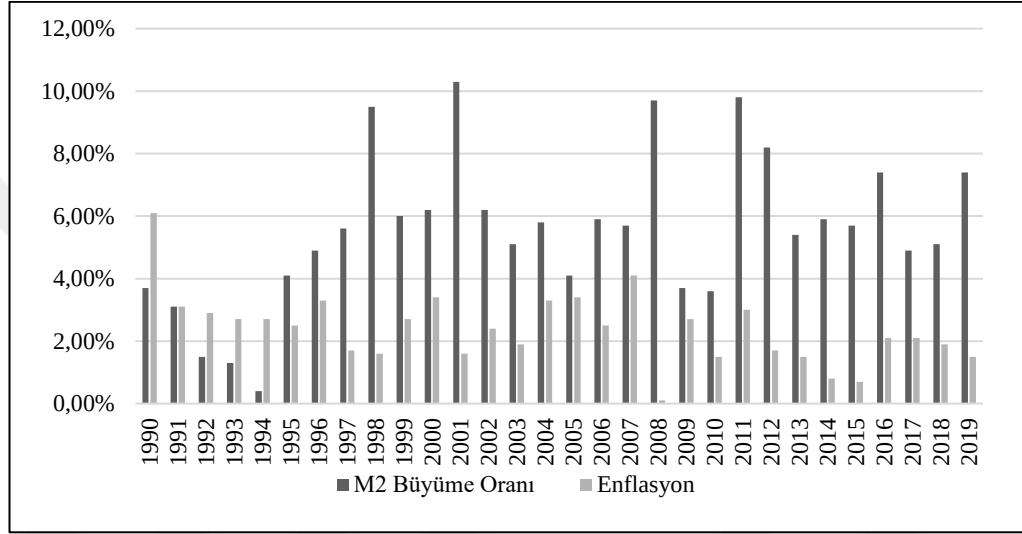
Neoliberal iktisat politikalarının yaygınlaşması ile ABD ekonomisi başta olmak üzere gelişmiş ekonomilerde genel olarak zamanla parasal hedefleme stratejisi gevşetilirken, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde 1990'lardan itibaren fiyat istikrarının tesisi amacıyla enflasyonist beklentileri yönetebilmek için parasal

³²⁴ Finansal İstikrar Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri, Ankara, **TCMB**, ISBN: 978-605-4911-22-6, 2015, s.17.

³²⁵ “Key Aspects of Macroprudential Policy”, Staff Report, IMF, 2013, p.9, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf>, 05.05.2019.

hedefleme stratejileri görece sıkı bir şekilde uygulanmıştır. Parasal hedefleme ile para arzının uzun vadede enflasyonun tetikleyicisi olacağı kabulü üzerinden bağımsız unsurlarla gelişen para talebi fonksiyonuna karşın nasıl bir nominal para arzı yönetimine odaklanacağına karar verilmektedir.³²⁶

Grafik 3.1.: ABD’de Para Arzı ile Enflasyonun Oransal Değişimi



Kaynak: Federal Reserve Data, 2019 (02.05.2020)

Burada ki belirleyici temel unsurlardan biri enflasyonun kaynağının tespiti. Buna göre araç yeterliliği ve yönetim unsurlarının belirlenebilmesi adına, yaratılan paranın fiyat istikrarına yönelik yol açabileceği enflasyonist risklerin yönetilmesinde risklerin kaynağının para arzından mı yoksa para talebinden mi kaynaklandığının bilinebilir olması gerekmektedir.

Bu bağlamda faiz özelinde ise görülmektedir ki merkez bankasınca para-faiz denetimi çerçevesinde gerçekleştirilen enflasyon yönetimi, fiyat istikrarı sağlama planları yapılırken gözetilen milli hâsıla-sermaye stoku tahmini çalışmalarını doğrudan etkilemektedir. Faize atfedilen değer ve kavramsal yaklaşımların önemi de bu noktada kendisini göstermektedir. Bu doğrultuda faizin oluşum süreci, faizi

³²⁶ Serkan Özcan, “Para Politikası Tercihleri İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB, Mayıs 2006, s.43, (Çevrimiçi) <http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/Uzmanlikyeni.html> 08.04.2019.

etkileyen makroekonomik iç ve dış faktörler ve faizin ekonomideki konumu güncel araştırmaların temel çıkış noktalarını oluşturduğu görülmektedir. Merkez bankasının sermaye stoku tahmini ve bu tahmine göre yapacağı planlama para kaynağı yaratılmasındaki başarısı ile doğrudan ilişkilidir ve yapılan sermaye stoku tahmini ile planlama ise merkez bankasının cari alana temas ettiği bir kısımdır. Enflasyonu etkileyen cari denge ile faiz-kur makası unsurları üzerinden merkez bankası enflasyon yönetiminin bir parçası olarak üretime yönelik etki alanına dahil olmaktadır. Faiz-kur makası ve merkez bankasının bu alandaki etki gücüyle sermaye stoku oluşumuna sunulan doğrudan temasın sonuçları ise merkez bankasının görev tanımı ve yetki alanlarının verimliliğini içeren göstergelerdir. Çünkü merkez bankası (başta cari alanın bir parçası olarak) elindeki para politikası araçları ile enflasyon hedeflemesi yapmak suretiyle gözettiği faiz-kur ilişkisi üzerinden üretime yönelik bir müdahale gücü kazanmış olmaktadır.* Paranın zaman değeri olan faizin bir borç verme parametresi olarak, yatırım kararını belirleyen doğrudan bir unsur olma özelliği kuvvetlenirken, uygulamada yatırım tercihinin bedeli olarak işlem görmeye başladığı ve teorideki anlamından giderek uzaklaştığı düşünülebilir. Bu durumda ise pratikte faiz ile bir tür üretim alternatifi yaratılmış olur. Faiz ile bir ekonomide yapılan işlem çeşitliliği yüksekse yani faize atfedilen önem her geçen gün artırılıyorsa, faiz para politikası aracından bağımsız bir ekonomi politikası aracı haline geliyor demektir. Faiz bu şekilde herhangi bir ekonomi politikası parametresini değiştirmek için doğrudan kullanılıyorsa (yatırım, tüketim gibi) ekonomideki konumunun yönetilebilir bir sınırı zorladığı anlaşılabılır. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde bu aşamadaki çabalar

* Küresel bir sorun halini alan yaratılan kaynakların fona dönüşmeyip (yani katma değer üretmeyip) para stoku olarak kalması, eldeki paranın gerçek bir sermaye stoku niteliğinden uzak olması sonucunu doğurmaktadır. Yaratılan para ile artan yatırımlar bir kaynak oluşumuna mı yoksa atıl bir para stokuna (üretim unsurlarına kanallı olmayan paraya) mı dönüştüğüne odaklanılmalıdır. Burada da karşımıza faizin maliyeti çıkar. Faiz piyasası olan, arz ve talep koşullarında şekillenen bir parametredir. Teknik olarak faiz oranlarının merkez bankalarının bir hedefleme stratejisine ve keyfe keder belirleme eylemine tabi olabilecek bir gösterge olmadığı düşünülebilir. Faizin maliyeti ise para piyasalarından çok mal ve hizmet piyasalarında daha anlamlıdır. Çünkü para piyasaları faizle elde ettiği kazancı katlarken ve büyürken, faizle artan maliyetler hem paranın üretimden kaçmasına hem de muhtemel bir enflasyon varlığında girdi fiyatlarındaki etkilenmeden dolayı mal ve hizmet piyasalarının küçülmesi riskini doğurmaktadır. Kısaca, merkez bankası parasal genişleme ile finans sektörü üzerinden, kur-faiz makasını gözeterek paranın yatırımlara aktarılmasını beklerken, piyasalar üretimin düşmesi riski ile karşı karşıya kalabilmektedir. (Krizlere de kaynaklık eden) üretim ve tüketim arasındaki oluşan bu farktan ise enflasyon doğmaktadır.

da “yönetilememenin yönetimine” dair atılmış adımlar olarak gelişmektedir. Kısaca, teori ile pratik arasındaki fark da buradan doğmaktadır.

Teorik olarak para arzı ile doğrudan ilgili olan faiz, diğer iktisat teorilerine kıyasla monetaristler için çok daha net bir para politikası aracı olarak, büyümenin lokomotif olan para arzının yegâne kontrol aracıdır. Monetaristler düşük faiz oranları ile artan harcamaların uzun vadede karşılanamayan talep artışları neticesinde enflasyonun gelişeceğine, bunun da yine faizlerin yükselmesi ile dengelenebileceğine dikkat çekerler.

Teorik olarak faiz artarken kurun düşmesi, ulusal paraya olan talebin yükselmesi, harcamaların düşürülmesi, tasarrufların artması ve enflasyonun düşmesi beklenmektedir. Keynes ise geliştirdiği talep eksenli yaklaşımında, marjinal tüketim eğilimi ücretli sınıfa göre düşük olan kapitalist sınıfın yüksek tasarruf eğiliminin yatırımlara dönüşmesi ile artacak sermaye birikiminin başarı koşuluna odaklanmaktadır. Bu, yatırımın getirisini temsil eden sermayenin marjinal etkinliği ile faiz oranları arasındaki ilişkide yatırımın getiri oranının piyasa faiz oranlarının üzerinde seyretmesi ile mümkündür. Düşük faiz oranına rağmen yatırımların beklenen düzeyde artış göstermemesi ise likidite tuzağı ile açıklanmıştır ve böylesi bir durumda da Keynes kamu harcamalarının artırılması gerektiğini ileri sürmüştür.³²⁷

Öte yandan muhtemel bir para arzı artışında (parasal genişleme döneminde) arzu edilen büyümenin sağlanabilmesi için eş anlı olarak faizlerin düşük olması gerekir ki para üretime kanalize edilebilsin. Ama gelecek beklentilerinin de etkisi ile yatırımlarda artış yerine tercihler tüketimden yana olursa bu parasal genişleme yine enflasyonist bir sonuç doğurabilmektedir. Yükselen enflasyonu dizginlemek için bu sefer faizler yükselirse de para üretimden normalde olduğundan daha hızlı kaçabilmekte ve üretim düşerek sonuçta yine enflasyonun yükselmesi riski gelişebilmektedir. Böyle bir durumda, kur ile yapılacak müdahalelerinin sınırlı olması ve ülkenin ithalat-ihracat dengesine göre vereceği tepkiler bir zaman sonra yüksek faiz

³²⁷ Murat Birdal, “Marx, Keynes ve Kapitalizm”, John Eaton, **Keynes’e Karşı Marx**, çev. Tonguç Ok, 3. bs., Evrensel Basım Yayın, İstanbul, 2013, s.11-17.

ortamında, artan döviz kuru ve enflasyon ile kronik bir enflasyon sorununun gelişmesine izin vermesi ile krizin kaçınılmaz olma hali vuku bulmaktadır.

Optimal para arzı ile para politikası etkinliği dikkate alındığında nominal fiyatların ve ücretlerin yapışkanlığı sebebiyle piyasa dengesi için para ve maliye politikalarının reel değişkenler üzerinde etkili olabileceği Keynesçi iktisat savı ile yeterince esnek fiyatlar sayesinde ve akılcı bekleyişler ile bu politikaların etkinsiz olacağı iddiasındaki yeni klasik iktisat teorisi ele alınarak, teoride “*İktisadi bireylerin politika değişikliklerini öngörerek iktisadi kararlarını belirlemeleri durumunda para arzındaki değişimler reel değişkenler üzerinde etkisiz olmaktadır... sadece beklenmeyen şoklar reel etki yapabilir*” sonucuna ulaşılabilir. Ancak Keynesyen teorinin savunduğu sözleşme etkisi ise mal ve hizmet piyasasında fiyat ve ücret esnekliğini *bir süre için* engelleyebildiğinden para otoriteleri *bu süre için* piyasalara müdahale edebilmektedir. Böylesi bir durumda uygulanagelen para politikasının ise iktisadi bireylerin akılcı davranmadığı, para aldanmasının olduğu bir ekonomide uygulanan politikayla benzer sonuçlar doğuracağı kanaati gelişmektedir.³²⁸

Buraya kadar parasal genişlemeden sorumlu olan merkez bankalarının fiyat istikrarının sağlanmasında elindeki araçlar ile etkin bir politika yapıcı olabilmesinin temel şartlarından birine ulaşılmaktadır. Bu da merkez bankalarının mevcut para yaratma fonksiyonlarının sermaye stoku üzerinden gelişecek reel büyümeye katkısının sorgulanmasının ve bu alanların pratikteki yeterliliklerinin ve sürdürülebilir unsurlarının belirlenmesinin gerekliliğini işaret etmektedir. Kısaca merkez bankası emisyonu ve bankanın para döngüsünü etkileyecek politikaları ile yaratılan paranın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ile para arzının nihai hedefe hizmet etme gücü ölçülebilmektedir.

³²⁸ Oğuz Aşırım, “Optimal Para Arzı ve Para Politikalarının Etkinliği”, **Tartışma Tebliğ**, No: 9619, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, 1996, s.95.

3.2.3.2. Uygulama Örnekleri

Merkez bankasının temel fonksiyonlarından olan fiyat istikrarının tesisi ve para arzının kontrolü ile büyüme ve faiz göstergelerinin aralarındaki ilişkinin analizi, politika tercihlerinin ve otorite etkinliğinin değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır. Böylece, para arzı ve talebi ile enflasyon-kur-faiz-büyüme arasındaki ilişkiler çeşitli yöntemlerle deneysel ve teorik olarak ele alınarak hem mevcut durum analizi hem de geleceğe projeksiyon tutma imkanı aranmaktadır. Bu analizlerin bir diğer önemi ise analize konu edilen para politikası araçlarının etkinliğinin yanı sıra merkez bankalarının yapısal unsurlarına ve bunların etkinliklerine yönelik çıkarımların da elde edilmesine olanak sağlamalarıdır.

Merkez bankaları ve finansal piyasaları düzenleyici kurumlara yönelik sürdürülen araştırmalarının yanı sıra para politikası etkinliği üzerine yapılan çalışmalar az gelişmiş, gelişmekte olan ve gelişmiş ülke ekonomileri için birbirinden bağımsız sonuçlar sunmaktadır.* Bunlardan Richard A. Werner'in (2014) İspanya özelinde uyguladığı nedensellik analizinde banka kredisi yaratılmasından nominal GSYH büyümesine doğru tek yönlü nedensellik olduğu tespit edilmiştir. Yani GSYH'nın bir parçası olan işlemlerden banka kredisi yaratma, nominal GSYH büyümesinin ana belirleyicisi olarak tanımlanmıştır.³²⁹ Benzer şekilde Alex Cukierman (2017) ise miktar teorisi gereği para miktarı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki aynı yönlü ilişkiye rağmen para arzındaki tüm artışların enflasyonist olamayacağı vurgusu ile 2008 krizi ile ABD'de baş gösteren parasal genişleme deneyimiyle I. Dünya Savaşı sonrası Almanya'daki hiperenflasyonun karşılaştırmasını yapmıştır. Cukierman analizinde *"farklı enflasyon deneyimlerini açıklayan kilit faktörün parasal genişlemenin talebe nasıl dönüştüğü"* detayında aranması gerektiğine dikkat çekmiştir. Çalışmada, 2008 sonrası Fed deneyiminde parasal genişlemenin finansal kuruluşların likidite talebindeki artış tarafından emildiği için mal ve hizmetler için talebe dönüşmezken, 1920'lerdeki Almanya hiperenflasyon deneyiminde ise aksine parasal genişlemenin

* Bkz. Ekler: Son Dönem Ampirik Çalışmalardan Örnekler.

³²⁹ Richard A. Werner, Enhanced Debt Management, p.443-469.

hükümetin senyorej gelirleri motivasyonu ile mal ve hizmet talebine çevrilebildiği ileri sürülmüştür.³³⁰

İngiltere özelinde 1963-2012 arası çeyreklik zaman serilerinin (nominal GSYH, geniş tabanlı para arzı, uzun ve kısa dönem faiz oranları ile kredi büyüme hızının dahil edildiği) Johansen eş bütünleşme analizine tabi tutulduğu 2016 tarihli bir başka çalışmada ise para politikası, çıktı ve para politikası aktarım mekanizması arasındaki ilişkide nedensellik tespit etmenin zor olduğu belirtilmekle birlikte, sonuç olarak çalışmada sadece nominal kredinin büyüme hızı ile reel ekonomi arasındaki uzun vadeli eş bütünleşme ilişkisi gösterilebilmiştir. Bankacılık sektörünün kredi yaratma ve tahsis kararlarının reel ekonomiyi bağımsız olarak etkilediği sonucu desteklenmiştir.³³¹

Çin ekonomisi için yapılan bir araştırmada da para arzı, enflasyon ve ekonomik büyüme arasında istikrarlı bir denge olmadığı ve para arzı ile ekonomik büyüme arasında ortak bir eş bütünleşme ilişkisinin olmadığı, ancak para arzı ve enflasyon arasında istikrarlı bir denge olduğu sonucu elde edilmiştir.³³²

Cecchetti'nin, *"Para politikası otoritelerinin neyi, nasıl yaptığı sorusunun yanıtı merkez bankacılarının faiz ile oynadıklarıdır..."* alıntısı ile giriş yapılan 2018 tarihli bir analizde ise ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya özelinde faiz oranları ile büyüme arasındaki ilişki ele alınmıştır. İncelemede faizin büyümeyi takip ettiği ve pozitif korele olduğu sonucu elde edilmiştir ve sonuç olarak merkez bankalarının geçen yarım yüzyıl süresince yürüttükleri (düşük faiz oranı yüksek büyümeyenin

³³⁰ Alex Cukierman, "Money Growth and Inflation: Policy Lessons From A Comparison of The US Since 2008 With Hyperinflation Germany In The 1920s", **Economics Letters**, 154, 2017, p.111-112, Elsevier, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2017.02.036>, 12.04.2019.

³³¹ Josh Ryan-Collins, Richard A. Werner, Jennifer Castle, "A Half-Century Diversion of Monetary Policy? An Empirical Horse-Race to Identify The UK Variable Most Likely To Deliver The Desired Nominal GDP Growth Rate", **Journal of International Financial Markets, Institutions&Money**, Volume 43, July 2016, p.172-173, Elsevier, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2016.03.009>, 20.01.2019.

³³² Wang Yan-liang, "Relationship Research on Money Supply, Economic Growth and Inflation", **Journal of Convergence Information Technology**, Volume7, Number11, June 2012, p.27-28.

etkenidir) geleneksel para politikasının temelde hatalı olduğu iddia edilerek, niceliksel büyüme odaklarını değiştirmeleri gerektiği belirtilmiştir.³³³

Para arzı-enflasyon arasındaki ilişkinin Azerbaycan ve Pakistan örnekleri için araştırıldığı iki ayrı analizde ise farklı ekonomiler için yine zıt sonuçların elde edilebileceği görülmüştür. Azerbaycan için yapılan incelemede para arzında yaşanan değişimler ile arz şoklarının enflasyonu açıklamada önemli bir rol üstlenmediği, Azerbaycan'ın ticaret ortağı ülkelerin enflasyon oranının, ülkede uygulanan maliye politikasının, döviz kurunun ve yaşanan şokların enflasyonun temel belirleyicileri olduğu sonucu elde edilmiştir.³³⁴ Pakistan özelinde ise para arzının enflasyon üzerinde anlamlı olduğu ve negatif etkide bulunduğu sonucu elde edilmiştir.³³⁵

Türkiye ekonomisi özelindeki analizlerin ise genel olarak para arzı ile enflasyon, büyüme, döviz kuru, bütçe dengesi ve finansal gelişmelere yönelik oluşturulmuş endekslerle ele alındığı ve aynı yöntemlerle dahi farklı zaman aralıkları için farklılaşmış sonuçlar elde edildiği görülmektedir.

Para arzını da kapsayacak şekilde para politikası tercihlerinin finansal gelişimi desteklerken, bu gelişimin ekonomik büyümeye katkısının ele alındığı analizlerden yola çıkarak merkez bankasının politika yaratma yetkisine dair anlamlı bulgular elde edilebilmektedir. Örneğin, 2006 yılında, TCMB'nın 2005'te yayınlanan ilk Finansal İstikrar Raporundaki finansal sağlamlık endeksine yapılan atıf ile Türkiye'deki para politikası tercihlerinin finansal istikrara etkisinin tespiti mercek altına alınmıştır. Burada, GSMH'deki büyümelerin finansal sistem istikrarını olumlu yönde etkilediği ileri sürülmüştür ve ilerleyen yıllarda da artan ekonomik büyüme ile birlikte finansal sistemin daha da olumlu yönde gelişeceği vurgulanmıştır.³³⁶ Ancak

³³³ Kang-Soek Lee, Richard A. Werner, "Reconsidering Monetary Policy: An Empirical Examination of the Relationship Between Interest Rates and Nominal GDP Growth in the U.S., U.K., Germany and Japan", **Ecological Economics**, No. 146, 2018, p.33, Elsevier, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.1016/j.ecolecon.2017.08.013>, 30.06.2019.

³³⁴ Vugar Rahimov, Shaig Adigozalov, Fuad Mammadov, "Determinants of Inflation in Azerbaijan", **Working Paper Series**, Central Bank of the Republic of Azerbaijan, No. 07, 2016.

³³⁵ Nazima Ellahi, "The Determinants of Inflation in Pakistan: An Econometric Analysis", **The Romanian Economic Journal**, No. 64, June 2017, (Çevrimiçi) <http://www.rejournal.eu/article/determinants-inflation-pakistan-econometric-analysis>, 04.05.2019

³³⁶ Özcan, a.g.e., s.99.

bu çalışmadan on yıl sonra, 2016’da yapılan bir başka analizde ise 2006’dakinden farklı sonuçlar elde edilmiştir. Türkiye örneği için 1989-2011 dönemi yıllık verileri ve tasarlanmış finansal gelişim endeksi kullanılarak yapılan ekonometrik tahminlere göre, ekonomik büyümeden yalnızca finansal gelişmeye doğru işleyen tek yönlü bir nedensellik mevcuttur. Başka bir ifadeyle, ekonomik büyüme finansal sektörün gelişmesine neden olurken, tersi ile ilgili bir bulguya rastlanamamıştır.³³⁷

Türkiye örneği özelinde para arzı-enflasyon ilişkisinde ise 2015 tarihli bir analizle Türkiye ekonomisinde 1980-2013 arasında para arzı ile enflasyon arasında uzun dönemli bir ilişki olmasına karşın, doğrudan bir nedensellik ilişkisi tespit edilemediği görülmektedir.³³⁸ Buna karşın bu analizden bir yıl önce, 2014’te 1970-2010 arası için enflasyonun parasal bir olgu olduğu sonucunu destekleyen uzun dönemli herhangi bir ilişki tespit edilememiş ve para arzı ile enflasyon arasında negatif yönlü bir ilişki bulunarak, para arzının enflasyonun bir sebebi olmadığı sonucu elde edilmiştir.³³⁹ Öte yandan aynı yıl yapılan bir başka çalışmada 1987-2013 dönemi için para arzında enflasyona doğru tek yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmişken,³⁴⁰ 1999-2012 arası para, enflasyon ve büyüme ilişkisini farklı yöntemlerle inceleyen bir diğer çalışmada ise uzun dönemde enflasyonun temel belirleyicisinin para arzı ve paranın dolaşım hızı olduğu görülmüştür.³⁴¹ Bunlara ek olarak, devlet ile piyasa arasında ilişkiyi oyun teorisi ile açıklayan bir analizde ise 2012-2016 yılları baz alınarak devletin para arzını artırdığı noktada piyasa aktörlerinin sabit kalma stratejisini

³³⁷ Ak, a.g.e., s.158.

³³⁸ İsmail Şahin, Muhammet Karanfil, “Türkiye Ekonomisinde 1980-2013 Dönemi Para Arzının Enflasyon Üzerindeki Etkisi”, **Business and Economics Research Journal**, 6 (4), 2015, s. 110, (Çevrimiçi) www.berjournal.com, 26.04.2019.

³³⁹ Serap Bedir, Arzu Tural Dikmen, “Bütçe Açığı ve Enflasyon: Türkiye İçin Bir Sınır Testi Yaklaşımı”, **International Conference on Eurasian Economies**, Paper No. 915, (Çevrimiçi) 2014, <https://www.avekon.org/papers/915.pdf>, 14.05.2019

³⁴⁰ Fatma Turan Koyuncu, “Causality Network between Budget Deficit, Money Supply and Inflation: An Application to Turkey”, **International Journal of Business and Social Science**, 5,10(1), 2014, s. 225-235, (Çevrimiçi) http://ijbssnet.com/journals/Vol_5_No_10_1_September_2014/28.pdf, 15.05.2019

³⁴¹ Cuma Bozkurt, Money, “Inflation and Growth Relationship: The Turkish Case”, **International Journal of Economics and Financial**, Issues. 4 Vol. 4, No. 2, 2014, p.319-320, (Çevrimiçi) www.econjournals.com, 26.04.2019.

uyguladığında reel büyümenin optimum seviyede gerçekleştiği ve oyun değerinin %68 ile devletin lehine olduğu gösterilmiştir.³⁴²

Yakın dönem analizlerin yer aldığı literatür taramasından, benzer hedefler için gerek farklı gerekse aynı yöntemlerle gerçekleştirilmiş çeşitli çalışmalardan elde edilen sonuçların herhangi bir genellemeye izin verecek kati tutarlılıkta olmadığı, ancak sınırlı bir analize imkan tanıdığı gözlenmektedir. Bu durum baz alınan zaman aralığı ve tercih edilen analiz yöntemleri ile seçilen örneklerin özelliklerinden kaynaklanabileceği gibi iktisat biliminin doğası gereği her ne kadar teoride olsa da pratikte her dönem ve şart için geçerli olacak genellemelerin uyarlanabilir olmayışından da kaynaklanabileceği düşünülmektedir.

Hedeflere kıyasla araçların (özellikle niteliksel olarak) sınırlı kaldığı bir ekonomi için yapılan nedensellik incelenmeleri ile varılan farklı sonuçlar kısıtlı bir veri aralığı nispetinde söz konusu değişkenlerin birbirleri ile olan ilişkisi üzerinden ekonomide oluşabilecek etkilere dikkat çekebilmektedir.

3.2.3.3. Para Arzı-Büyüme İlişkinin Belirleyici Fonksiyonu

Büyüme odağındaki ülkelerin makroekonomik görünümünün paralelinde gelişen artan para arzı, doğurduğu ekonomik etkiler kadar mevcut iktisadi yapının tahlilinde de devreye giren bir göstergedir.* Para arzındaki herhangi bir genişlemenin büyüme ile olan ilişkisi dikkate alındığında ise artan para arzı ile gerçekleşen büyümenin ekonomideki somut yansımalarına odaklanılmaktadır. Bilhassa gelişmekte olan ekonomilerin büyüme ve kalkınma politikalarının değerlendirilmesinde de kritik bir rol üstlenen bu gösterge ile ülkede parasal büyüme ile birlikte gelişen ekonomik büyüme rakamlarının ağırlıklı olarak hangi sektörlerde gözlendiği ve bu parasal

³⁴² Tuncay Can, N. Tuba Yılmaz, “Devlet ve Piyasa Arasındaki Oyunun Reel Büyümeye Etkisi”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt/Vol:43, Sayı/No:2, 2014, s.269.

* Merkez bankaları uzunca bir süre para arzı büyümesi ile ekonomik büyüme arasındaki korelasyona istinaden para arzı büyümesi hedefini gözetmişlerdir. Baz para olma özelliğini taşıyan ABD doları özelinde ise bu durumun 90’lı yıllarla birlikte değişmeye başladığı gözlenmektedir. 90’lı yıllarda ekonomik büyüme ile M2 para arzı artışı aynı seyri göstermeyince para arzının büyümesi ile ekonomik büyüme arasındaki korelasyonun zayıflığına inanılarak para arzı büyümesi için hedef belirlemekten vazgeçilmiştir.

genişlemenin reel ekonomide bir karşılığının olup olmadığı tahlil edilebilmektedir. Örneğin bir ekonomide GSYH büyümesinde en yüksek oranın mali aracılık sektöründe geliştiği gözleniyorsa, para arzının tek başına büyüme üzerinde kalıcı bir etkiye sebep olmadığı düşünülebilir. Böyle bir durumda akla ilk gelen konulardan biri ise paranın yalnızca bir borç senedi olma durumunun olasılığı ve bunun üzerinden mevcut ekonomi politikalarının yeniden değerlendirilmesinin gerekliliğidir. Bu da parasal tabana sağladığı katkı açısından merkez bankasının görev tanımının ve fonksiyonlarının yeniden ele alınması gerekliliğine dikkat çeken bir alanı temsil etmektedir.*

Literatürde para ve büyüme arasındaki ilişkiye yönelik çalışmalardan neoklasik sentez takipçisi Post Keynesyen iktisatçı James Tobin'in çalışmaları bilinen en eski çalışmalar arasında yer almaktadır. Tobin (1965) para ve reel sermaye gibi iki varlık ile sabit tasarruf hareketleri arasında bir dağılım olduğunu ve parasal değişkenlerdeki değişimin reel çıktı üzerinde etkili olduğunu ileri sürmüştür³⁴³. Öte yandan alandaki en yaygın analizlerinden biri olan ve Mundell-Tobin etkisi olarak anılan teoriye göre de enflasyondaki artışın sermaye yatırımlarında bir artışa ve dolayısıyla da büyümede bir artışa neden olduğu belirtilmektedir.³⁴⁴

Ekonomi politikaları açısından kalkınma odaklı bir yaklaşımda refahın artırılması ve toplumsal gelişmeye katkı sağlanması açısından fiziki ve fikri üretime dayalı bir ekonominin şekillendirilmesi amaçlanır. Günümüzde ülke ekonomileri ise derin bir sermaye tabanı oluşturmak için finansal araçlarla ekonomi politikası yönetimi yapılmasının zorlukları ile karşı karşıyadır. Giderek büyüyen küresel borç ekonomisi görüntüsü ülkeleri zorunlu bir üretim planına sahip olmaya yöneltirken, paradan para kazanılması tercihinin (nitelikli para tabanı oluşmasında aksaklıklara sebep olduğu için) bir tür regülasyon unsuru olarak görülmemesi gerektiğini de hatırlatmaktadır.

* Bkz. Ekler: Türkiye Örneği.

³⁴³ James Tobin, "Money and Economic Growth, Econometrica", **The Econometric Society**, Vol. 33, No. 4, Oct., 1965, p.676, (Çevrimiçi) <https://www.jstor.org/stable/1910352>, 12.04.2019.

³⁴⁴ Jeffrey A. Edwards, "Politics, Inflation, and the Mundell-Tobin Effect", **MPRA Paper**, No. 36443, 2006, p.2, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/36443/>, 06.05.2019.

Böylelikle, merkez bankası fiziki para yaratma fonksiyonu ile sorumlu olduğu parasal genişleme süreci özelinde de bir etkinlik analizine maruz kalmış olmaktadır. Ancak güncel analizler ekonomideki yatırımlar özelinde ekseriyetle merkez bankasının yarattığı paranın değil, ticari bankaların yarattığı paranın etkin olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla bu açıdan merkez bankasının para yaratma fonksiyonu yerine, ekonomik büyümeye katkısı açısından para yaratma fonksiyonu (mevcut tüm kısıtlarına karşın) asıl ticari bankalarca yerine getirilmiş olduğu kanaati yaygındır. Merkez bankasının ana hedefi olan fiyat istikrarını sağlama vazifesi, en önemli fonksiyonlarından biri olan para arzı ve kontrolü ile ihlal ediliyorsa birbirleriyle çelişen iki uygulama üzerinden etkinsizleşen bir merkez bankacılığı oluşma riski gelişebileceği anlaşılabılır. Merkez bankasının para arzı yönetiminden beklenen ise yaratılan paranın GSYH’da (sektörel veya harcama yönüyle) artış sağlamasına sunacağı katkıda aranmaktadır. Dolayısıyla bu noktada tercih edilen para politikası uygulamalarının enflasyonist baskılara sebep olması ya da katkı sağlaması yalnızca merkez bankalarının performans tahlillerinde değil onların varlık sorgusunun yapıldığı alanda da etkili olmaktadır.

Fiziki para küresel düzeyde yalnızca yaklaşık %8 civarında bir orana tekabül etmektedir ve paranın %92’lik kısmı bankacılık sisteminde işlem görmektedir. Bankacılık sisteminde yer almayan %8’lik kısım ortalama 8 trilyon dolar (2019 itibariyle bu miktarın yaklaşık 1,7 trilyon doları AB’nde, 1,6 trilyonu ABD’de, 1 trilyon doları Çin Halk Cumhuriyeti’nde, 0,9 trilyon doları Japonya’da ve geri kalanı ise dünyanın diğer ülkelerindedir) civarındadır.³⁴⁵

Kolay erişilebilir nakit, vadesiz mevduatlar, tasarruf ve çeklerin dahil edildiği dar kapsamlı para arzı ise yaklaşık 40 trilyon dolar civarındadır. Bu miktara bankacılık sistemindeki belirli bir vadede bulunan para eklendiğinde elde edilen geniş para arzı (M2) ise yaklaşık 100 trilyon dolar civarındadır.³⁴⁶

³⁴⁵ “Cash vs. Electronic Payments in Small Retailing Estimating the Global Size”, **World Bank Group**, International Bank for Reconstruction and Development, Washington DC, 2016. (Çevrimiçi) <http://pubdocs.worldbank.org/>, 21.02.2020.

³⁴⁶ “MSCI ACWI Index”, **Morgan Stanley Capital International**, March 2020 (Çevrimiçi) <https://www.msci.com/>, 15.04.2020.

Tablo 3.2.: Ülke Grupları ve Çin'in Küresel Sermaye Stoku Payları

(ABD Doları - 2010 yılı sabitleme)

YIL	DÜNYA (Trilyon \$)	% PAYLAR			
		OECD	AB	Asya Pasifik	ÇİN
2009	14.934	57,81	22,14	33,27	16,70015
2010	15.455	60,06	22,48	35,97	18,79651
2011	16.170	59,96	22,00	36,70	19,72171
2012	16.684	58,75	20,23	37,86	20,55263
2013	17.063	58,86	19,79	39,49	22,01254
2014	17.553	59,41	20,14	40,47	22,99892
2015	17.947	60,29	20,72	41,46	23,90372
2016	18.249	59,69	20,94	42,52	25,00411
2017	18.940	59,82	20,96	42,98	25,30095
2018	19.560	59,51	15,83	43,32	25,66462
ORTALAMA	17.256	59,42	20,53	39,4	22,07

Kaynak: World Bank Data, 2020

Küresel sermaye stokunun bölgesel payına bakıldığında Asya Pasifik bölgesinin, onun içinde de Çin'in mevcut sermaye stoku içindeki ağırlığı dikkat çekmektedir. Buna karşılık para arzına bakıldığında 2019 yılı itibariyle sadece ABD için Kasım ayı sonunda yaratılan para 15.327 trilyon dolar iken, dünya genelinde son on yılda ortalama 17.256 trilyon dolar sermaye stoku üretildiği görülmektedir. Evvela finansal krizle mücadele, ardından da ekonominin durgunluğa düşmesini engellemek amacıyla merkez bankalarının bilanço büyütmesi suretiyle hızla piyasalara enjekte edilen para arzı son on senede yoğun olarak G7 ülkeleri de dahil 12 OECD ülkesinde toplanmaktadır.³⁴⁷

Ek olarak, para arzı ile büyüme arasındaki olası bir korelasyonun varlığına dair yapılan incelemelerde özellikle gelişmekte olan ekonomiler için benzer sonuçlar elde edilmektedir. Merkez bankaları finansal istikrarın tesisi ve korunması için belli bir oran nispetinde belirlediği enflasyon hedeflemesine yönelik politika araçlarını başlıca faiz ve ardından kurun ekseninde şekillendirirken, para arzı ile büyüme elde edilse bile gelişmekte olan ülkeler için reel sektör büyümesinin garantilenemiyor

³⁴⁷ World Bank Data ve OECD Data, 2020.

olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Yapılan incelemelerde merkez bankasının para tabanındaki genişleme ile kesin bir reel üretim garantisini sunamıyor oluşu merkez bankalarının reel üretim karşısındaki fonksiyonlarına dair tereddütlerin oluşmasına sebep olmaktadır.

Tüm bu göstergeler üzerinden yaratılan para ile oluşan büyümenin kendisini sermaye yatırımlarındaki artış ile temsil edip etmediği aranmaktadır. Bu açıdan, geçtiğimiz on yıldaki parasal genişlemenin finansal krizin etkilerinin iyileştirilmesi hedeflenirken, krizi çıkaran unsurları beslediği görülmektedir. Örneğin, son yıllarda Çin’de kredi genişleme sürecinin hızlanmasına karşın, Çin’de yaratılan sermaye stokunun AB Bölgesini tek başına geçerken, yaratılan paranın aynı hızla sabit sermaye yatırımlarına dönüşmediği gözlenmektedir. Bu yönüyle Çin ekonomisinin de küresel ekonomi içinde oluşan borç balonunun büyümesine katkı sağladığı görülmektedir. Özetle, merkez bankalarındaki para arzının bankalar aracılığıyla kredi olarak büyük ölçekli sermayeye aktarılması ile oluşan merkez bankası parası büyümesi riskli varlıkların yeniden yükselişe geçmesini tetiklemektedir. Buradan hareketle para arzı ile büyüme arasındaki ilişkiyi en iyi yansıtan göstergelerden birinin yaratılan paranın ülke ekonomisinin sermaye stokuna yansıma derecesi olduğu anlaşılmaktadır. Sonuç olarak, merkez bankalarının para politikası hedefleri ve kullandığı araçların para yaratma sürecine katkıları ile faiz ve enflasyon üzerindeki menfi veya müspet etkileri doğrultusunda reel ekonomik büyümeyi garantileyebildiği ya da garantileyemediği durumlar izlenebilmektedir. Dolayısıyla finansal sektörün büyüme üzerindeki beklenen etkisi açısından önemli bir unsuru olan para yaratma fonksiyonu ve bu fonksiyonun merkez bankasına değen tarafı bir politika etkinlik analizi aracı olabilmektedir.

3.2.3.4. Merkezin Parasının Politika Gücü

Uygulama örneklerinde de görüldüğü üzere incelemelerin ekseriyetinin öncelikli hedefi para arzının enflasyon, büyüme ve faiz ile arasındaki ilişkinin para politikası etkinliği açısından değerlendirilmesi olsa da eldeki veriler para arzına karşı değerlendirilen diğer parametrelerin birbirleri ile olan ilişkilerine dönük kısmi

sonuçların elde edilmesine de olanak tanımaktadır. Buna karşın, sonuçlar para arzı açısından merkez bankalarının fonksiyonu ve görev tanımlarının belirlenmesi özelinde ele alındığında ise gelecek analiz yöntemleri için kati kanıtlar sunmamakla birlikte, ilgili değerlendirmelerin para politikası uygulamalarına yönelik kısmi bir analiz alanı açtığı da görülmektedir.

Parasal genişlemenin makroekonomik yansımaları için geniş para arzı bileşenlerinin toplam para arzındaki artışa katkısı dikkate alınmaktadır. Bu katkının ekonomik büyümeye yansımaları açısından yaratılan paranın merkez bankası emisyonundan ziyade, yerleşik eğilim paralelinde banka kredilerinden doğan kısmının etkin olduğu bilgisi ile güncel analizlerden elde edilen diğer sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde kısmi de olsa bir yargıya varılabilmektedir. Buradan hareketle daha kapsamlı deneysel çalışmalara muhtaç olan bu alan üzerine yapılabilecek sınırlı tespitler aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

Merkez bankası elindeki politika araçları ile kredi hacmini etkileyerek nihai hedefi olan fiyat istikrarını tesis edebilmek için piyasadaki para miktarını kontrol altına almaya çalışırken elde ettiği etkinlik, bankanın başarı ya da başarısızlığından çok mevcut politika hedefinin yerinde olup olmadığı ve/veya araçlarının etkinliği konularında veriler sunmaktadır. Piyasadaki para miktarının kontrolünde merkez bankası geleneksel olan ve geleneksel olmayan para politikası araçları ile bankalarca yaratılan kaydi para kısmına ancak dolaylı olarak müdahil olmaktadır. Bu noktada para yaratılması sürecinde faiz ile para tabanı arasındaki ilişki faiz ile kredi fiyatları arasındaki ilişki ile açıklanır. Para piyasası işlemlerinin para politikasını uygulamak için nasıl kullandığının usulleri zaman içinde değişmektedir ve merkez bankası işletme prosedürleri ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bankalar arası faiz oranlarındaki değişiklikler (bankaların mevduata ve borç verdiklerine uyguladıkları faiz de dahil olmak üzere) farklı piyasalarda ve farklı vadelerde yayıldığı geniş bir faiz oranı yelpazesinde oluşan kredi fiyatlaması ile şekillenen para politikası para oluşumunu doğrudan etkilemektedir.³⁴⁸

³⁴⁸ Roger Clews, Chris Salmon, Olaf Weeken, “The Bank’s Money Market Framework”, **Bank of England Quarterly Bulletin**, 2010 Q4, p.296,13.10.2010, (Çevrimiçi)

Mevcut tabloda tek başına merkez bankasının politika tercihinden doğan zaafılar değil, makroekonomiyi kırılgan hale getiren tüm reel unsurların dikkate alınması gerektiği görülmektedir. Böyle bir durumda da ekonomi yönetimindeki dikkatin ve enerjinin para politikaları ekseninde işlerlik kazandırılmasından çok, mali alanın önemine yönelik konsantrasyonun artırılarak reel sektöre yönelik politik adımların atılmasının gerekliliği sonucu desteklenmiş olmaktadır.

Bir diğer kritik detay ise paranın dolanım hızının uzun vadeli eğiliminin tahmin edilmesi ile ilgilidir. Böylelikle enflasyon hedefleriyle tutarlı parasal büyüme oranlarının ne olması gerektiği somutlaştırılabilir. Öyle ki para arzı büyümesinin referans alınacak değerin üzerine çıkması her zaman enflasyonist risklere işaret edeceği sonucunu doğurmaz. Ek olarak, yalnızca enflasyona dair göstergelerle yapılan analizlerin yanıltıcı olma ihtimali de gözden kaçırılmamalıdır. Çünkü teorik olarak para arzı dinamiklerinden fiyat istikrarına karşı oluşabilecek risklerin önceden fark edilmesi, özellikle gelen şokların arz ve talep olarak ayrıştırılabilmesi durumunda mümkündür.³⁴⁹ Pratikte ise, ne paranın dolanım hızı kesin olarak tahmin edilebilmekte ne de fiyat istikrarına karşı oluşabilecek riskler büyük bir başarı ile fark edilebilmektedir. Öte yandan, faiz ve kur para politikası yapının araçları iken enflasyon ise önemli bir yönüyle üretim tüketim dengesizliği olarak para politikası unsuru olmanın ötesinde bir makro iktisat faktörüdür. Yani enflasyon bir GSYH sorunudur.

Merkez bankasının parasal genişlemede araç etkinliği açısından reel büyümeye pozitif korele olmaması durumu, bu alandaki politika hedeflerinin de gözden geçirilmesi gerekliliğine işaret etmektedir. Buradan hareketle, reel büyümeye doğrudan katkı sağlayamayan parasal genişlemeyi destekleyen politika tercihi, merkez bankasının para arzı özelindeki rolü ile ekonomi yönetimindeki aksaklığını destekliyor demektir. Dolayısıyla merkez bankasının ana hedefi olan fiyat istikrarının tesisinde,

<https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2010/q4/the-banks-money-market-framework>, 24.03.2019.

³⁴⁹ K. Azim Özdemir, “Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler”, **Central Bank Review**, 2009, s.47, TCMB, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Central+Bank+Review/2009/>, 08.04.2019.

para yaratma mekanizmasının asli kontrolörü olarak, bu alandaki araçları ile enflasyon yönetiminde etkin bir rol üstlenememesi ve para politikası üzerinden dengeli bir reel üretim büyümesine katkı saylamaması onun politika yapıcılığının aksayan yönlerini teşkil etmektedir. Böyle bir durumda merkez bankası para yaratma fonksiyonu açısından, bankanın elinde bulundurduğu araçlarla tercih ettiği para politikasının etkili bir ekonomi yönetimi tercihinə dönüşmesi için yapısal değişimlere ihtiyaç duyduğu sonucu elde edilmektedir.

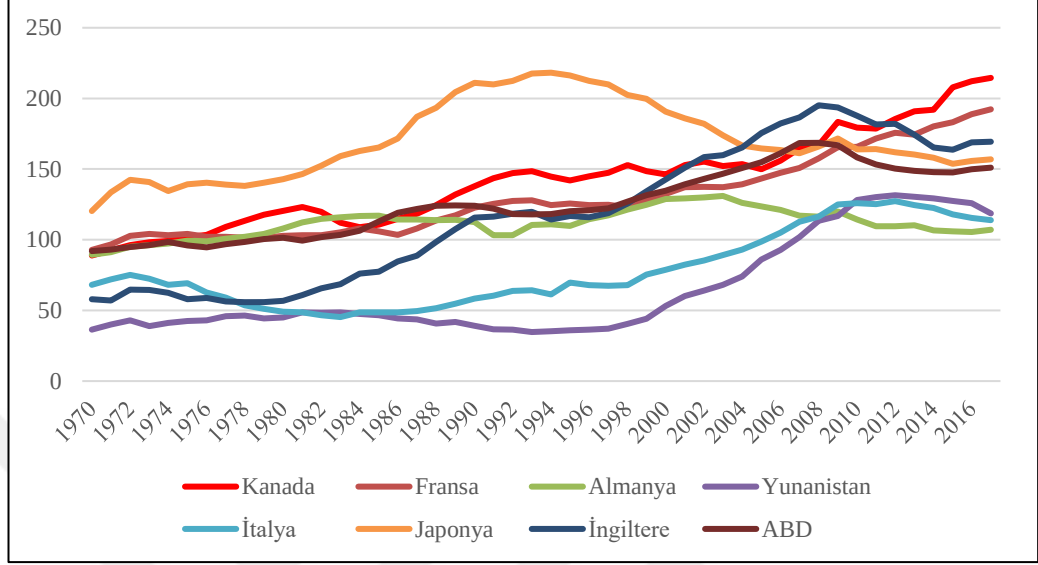
Ayrıca bu süreçte küresel sermaye hareketlerinin parasal taban üzerindeki etkisi de dikkate alınmalıdır. Örneğin Fed'in veya AMB'nın para politikası tercihleri ve bu doğrultudaki açıklamalarının ardından sermaye hareketleri ve döviz kurunun faize olan duyarlılığının ölçülebilir olması beklenmektedir. Öte yandan benzer şekilde gelişmekte olan ülkelerin ödemeler bilançosundaki yapısal sorunlarından kaynaklı gelişen sermaye hareketleri beklentisi ile fiyat ve finansal istikrarı destekleyecek kur seviyelerindeki faiz oranlarının tesis edilip edilmeyeceği ve sermayenin öngörülebilir tepkilerinin de ölçülebilir olması gerekmektedir.³⁵⁰

Bir diğer yandan, kamunun gelirlerinden daha fazlasını harcayarak yaratılan merkez bankası parası küresel bir sorun haline gelen büyük borç ekonomilerinin gelişimini de tetiklemektedir. Kamunun yarattığı para ile eş anlı yaratılan borç yükünün maliyeti yaratılan paranın planlanandan çok daha pahalıya mal olması sonucunu doğurmaktadır. Bu kapsamda mevcut borç yükünün tarihin en büyük seviyelerine ulaşmış olduğu görülmektedir. Öyle ki ortalama özel borç seviyesi aşağıdaki grafikte sunulan örnek ekonomiler için borç ve borçlanma senetleri özelinde GSYH'nın %150'si civarında olduğu görülmektedir.

³⁵⁰ Metin Saraçoğlu, Mehmet Kuzu, Fatih Kocaoğlu, "Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Arasındaki Etkileşimlerin Küresel Ekonomi Politik Çerçevesinde Analizi", **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt 1, Sayı 2, 2015, s.108, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/pub/gjeb/issue/7239>, 08.04.2019

Grafik 3.2.: Borç ve Borçlanma Senetlerinin GSYH'ya Oranı

(Seçili Ülkeler)



Kaynak: IMF Data, 2018

Özetle, para arzının etkisi itibariyle merkez bankacılığının politika yaratma yetkisinde karşımıza “merkez bankalarının yapısal sorunları, deneysel analizlerin çeşitlendirilmesine duyulan ihtiyaç ve bir bütün olarak ekonominin tüm unsurlarıyla senkronize hareket edebilmesinin gerekliliği” konuları çıkmaktadır. Merkez bankalarının para arzı üzerindeki etkisinin ekonomide büyüme ve düşük enflasyon hedeflerine hizmet etmeye dönük beklentileri karşılamada aksaklıkları olduğu görülmektedir. Ek olarak, büyümenin niteliği ve enflasyonist sonuçlar doğurabiliyor olmasının nedenleri üzerinden ölçülebilir sonuçlar elde edilerek gelecek öngörüsünün yapılabileceği analizlerin yöntemsel olarak çeşitlendirilmesine de ihtiyaç duyulmaktadır. Öyle ki parasal taban-büyüme arasındaki ilişki dikkate alındığında sektörel büyüme kalemleri ile her bir para arzı bileşenleri öncelikle kendi içlerinde ve ardından parasal büyüklükler ile politika araçları başta olmak üzere ekonomideki diğer ilgili tüm değişkenlerle ilişkilendirilmelidir. Böylece farklı zaman dilimleri ve deneysel yöntemlere konu edilecek modellerin sunacağı nedensellik ve etki-tepki analizleri, eldeki mevcut ölçümlerin geleceğe yönelik katkıları olarak gelişmiş olacaktır. Böylelikle, ileri analiz yöntemleriyle elde edilecek sonuçlar mevcut verilerle sınırlı ve kısmi bir alanı kapsayan yargıları güncelleyerek, politika etkinliğine dair sunulan genellenebilir tahminleri destekleyecek niteliğe yaklaşabilecektir.

3.3. ÂDEMI MERKEZİYETÇİ YÖNETİŞİM VE MERKEZ BANKACILIĞI

Dünya Bankası başta olmak üzere tavsiye verici ve yanı sıra yaptırım gücü olan küresel oluşumlar geliştirmekte olan ülkelere yönelik sundukları âdemi merkezîyetçi teşvikleri toplumsal gelişimin bir uzantısı olarak ele alırlar. Bu kapsamda âdemi merkezîyetçi yönetim modelleri güçlü bir sivil toplum yapılanmasının tesis edilebilmesi suretiyle katılımın toplumsal paydaşlarının artırılacağı, yolsuzluk vb. negatif unsurların azalabileceği ve verimli kamu hizmet sunumunun tesis edilebileceği gibi önceliklere dayandırılmaktadır. Konuyla ilgili belirlenmiş öncelikli saiklerin uygulamada ne derece işlerliğinin olduğu 2007’de Andrews ve Vries tarafından yapılan deneysel bir inceleme ile ele alınmıştır. Çalışmada Brezilya, Japonya, Rusya ve İsveç kamu yönetimi unsurlarının örnekleri üzerinden, ana akım teoriler çerçevesindeki âdemi merkezîyetçilik ve halkın katılımı arasındaki ilişki ile pratikteki âdemi merkezîyetçilik programlarının gerçek sonuçları arasındaki ilişkide bir çelişki olduğu gösterilmiştir. Sonuçta ise genel olarak âdemi merkezîyetçiliğin halkın katılımını arttırdığı, tipik bir gelişmiş ve refah ülkesi olan İsveç dışında desteklenmediği görülmüştür ve bu sebeple de âdemi merkezîyetçiliğin her ülkeye dikkatlice düşünülerek önerilmesi gerektiği yargısı elde edilmiştir.³⁵¹

Buradan hareketle kamu yönetim tercihinin bir uzantısı olan âdemi merkezîyetçi yönetim modelinin parasal iktisat özelinde uygulanması ise farklı pratikleri ihtiva etmektedir. Bu kısımda günümüzde yapısal özellikleri itibarıyla birbirinden ayrılan dört ülkenin merkez bankalarının yönetim modelleri üzerinden âdemi merkezîyet uygulamalarının uygulanma ve uygulamada gelişen ayırt edici farklılaşma durumlarının anlaşılması hedeflenmiştir.

³⁵¹ Christina W. Andrews, Michiel S. de Vries, “High Expectations, Varying Outcomes: Decentralization and Participation in Brazil, Japan, Russia, and Sweden”, **International Review of Administrative Sciences**, Vol. 73 no. 3.112-127, 2007, (Çevrimiçi) <http://10.1177/0020852307081151>, 17.04.2019.

3.3.1. Merkez Bankalarında Âdemi Merkeziyetçi Yönetişim

Âdemi merkeziyetçi yönetim modellerini tercih eden ya da buna yatkın olan ekonomilerin kamu yönetimi tercihlerinin bir parçası olarak merkez bankalarının yönetim usulleri de merkezi olmayan unsurlar üzere şekillenmektedir. Örneğin Euro bölgesinde para yönetimi koşullarını belirleyen ana otorite AMB olduğu halde, ulusal merkez bankaları likiditenin ayarlanması için imkânlarını âdemi merkeziyetçi bir biçimde faaliyete geçirebildikleri bir sistemde hareket etmektedirler. Ulusal merkez bankaları ile AMB arasındaki ilişkinin merkezi ve merkezi olmayan yanlarının belirlenmesi mevcut AB Euro yönetişimi kurgusunun en önemli aşamalarından birini oluşturmaktadır.

Bagehot ise İngiliz Bankacılık sistemine yönelik izlenim ve önerilerine yer verdiği eserinde merkez bankası için âdemi merkeziyetçi olma durumunu onun son kredi merci olma konumu ile ilişkilendirmektedir. Merkezi bir otoritenin merkezi olmayan bir otoriteye kıyasla borç vermeye dönük karar verme sürecinde karşılaştırıldığı çalışmada³⁵² nihayetinde olası zorlukların sistemi sürükleyeceği ahlaki tehlikeler için düzenleyici kurumların karşı karşıya oldukları çözümleme güçlüklerine dikkat çekilmiştir. Bagehot bu ilişkilendirme ile paniği önlemek için, merkez bankalarına erken ve serbestçe yani limitsiz olarak, ödeme gücü olan firmalara iyi teminat mukabilinde ve yüksek oranlarda borç verebilmesini önerir.³⁵³ Rezerv merkezileşmesini savunan Bagehot'a karşı âdemi merkeziyetçi serbest bankacılık taraftarları görüşlerini çoklu bankacılık sistemini “doğal olan” vurgusu yaparak sunmuşlardır.³⁵⁴ Ancak 2008 yılında yaşanan finansal sorunlar merkez bankalarının son kredi merci olma durumlarındaki uygulama esaslarının ve Bagehot'un sıklıkla değindiği “*ödeme gücüne sahip olma*” konusunun yeniden tartışılmasına sebep

³⁵² Walter Bagehot, **Lombard Street: A Description of the Money Market**, USA, Hyperion PresssInc., 1979, Digitized by Federal Reserve Bank of St. Louis, USA (Çevrimiçi) <https://fraser.stlouisfed.org>, 01.02.2019.

³⁵³ Mark Hallerberg, Rosa M Lastra, “The Single Monetary Policy and Decentralisation: An Assessment”, **Monetary Dialogue**, PE 607.345, Directorate General For Internal Policies European Parliament, September 2017 (Çevrimiçi) [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/607345/IPOL_IDA\(2017\)607345_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/607345/IPOL_IDA(2017)607345_EN.pdf), 03.02.2019.

³⁵⁴ Costas Lapavitsas, Makoto Itoh, **Para ve Finansın Ekonomi Politikası**, Çev. Tuncel Öncel, İstanbul, Yordam Kitap, 2012, s.172.

olmuştur. Böylelikle bir yönetim metodu olarak merkezileşme tercihi de 2008 sonrası yaygınlaşan konular arasında yerini almıştır. Örneğin Avrupa özelinde hem yönetsel ve ulusal hedefler cihetinde AB'nin sunduğu karmaşık yapıda, hem de (geçmiş merkezsizleşme tercihleri ile yükselen kırılmalara ve akabinde şoklara karşı daha açık hale gelmeleri ile) zayıf ekonomik profil sergileyen AB ülkelerinde yeniden merkezileşmeye dönüşün hızlandığı görülmektedir. (İngiltere bu örneğin dışında yer almasına rağmen AB merkeziliğini reddi ile de başka bir tartışma gündemini yaratmış oldu.)³⁵⁵

Merkez bankalarının yüzyıllar önce altın ve gümüşle son ödeme merci olarak merkezileştiği zamanlardan 1972'de altından vazgeçme sürecini takiben gelişen, merkezi olmalarının yarattığı toplumsal ve iktisadi sorunlara yönelik tartışmalar 2008 krizinin merkezileşme yönelimleri ile yeniden boyut değiştirmiştir. Ancak bu duruma karşın bir yandan da kripto para ile merkezsizleşme süreci ve beraberinde merkez bankası ihtiyacı ve bu ihtiyacın derecesi ile sınırları sorgusu geçmişteki kavramsal kabullerin aksine yeni bir düzlemde ve yeni kabullerle gelişmektedir. Merkez bankalarının bir tür illüzyon etkisi uyandırarak yanıltıcı güven tesis ettiği düşünüldüğünde sıklıkla eleştirilmesine karşın gelişen alternatifin, belirsiz hukuki zeminine rağmen merkez bankasız bir para kurgusu destekçilerinin argümanlarını güçlendirdiği görülmektedir. Buradan hareketle gelecek para arzı yönetiminin giderek yükselen bir merkezsizleşme trendinin eşiğinde olduğu düşünülebilir. Merkez bankalarının âdemi merkezileşçi bir yönetim modeline terk edilmesinin öncesinde ülkeler mali disiplinde bağımsız yönetim arayışından geçerler. Böylelikle, para arzı üzerinden merkezsizleşme tercihleri gelecek için mali bir âdemi merkezileşçiliğin de habercisi olabilir. Merkez bankalarının dijital rezervleri elektronik uygulamaların yaygınlaşması ile kolayca kripto uygulamalara entegre olabileceklerdir. Bu da para arzı konusundaki merkezsizleşmenin maliye politikalarına sirayet edecek taraflarını işaret etmektedir.

Kripto para ve etrafında gelişen kavramlar ile paranın yaratılması ve yönetilmesi süreci merkez bankacılığından bağımsız, yeni bir alanı işaret ediyormuş

³⁵⁵ "Introduction", **Centralization Decentralization Debate Revisited**, Ed. by. Korel Göymen, Onur Sazak, 2013, p.20, (Çevrimiçi) <http://ipc.sabanciuniv.edu/publication/centralization-decentralization-debate-revisited/>, 15.04.2019.

olarak algılanmaktadır. Merkez bankalarının bu sürecin bir parçası olması gayreti ise (tıpkı kripto bankaların kendisi gibi) onları bir yönüyle merkezi olmayan bir yöne doğru zorlamaktadır. Kripto paranın yaratılması ve kullanıcılar arasındaki transferinde paranın yaratılması ve idaresine yönelik geleneksel merkez bankacılığı uygulamalarının dışında, oldukça teknik detaylar ve beraberinde yeni bir hukuki uygulamalar bütünü gelişmesi beklenmektedir. Teknolojik altyapısı itibariyle elektronik para yönetimi merkezi olan ve olmayan unsurları ile bugünkü merkez bankalarının sınırlarına temas etmektedir. Bu unsurların varlığı, para politikasının uygulanmasına yönelik olası etkiler, güvenlik riskleri, finansal piyasaların rekabet sürecinin maruz kalabileceği riskler ile finansal istikrar konusunda oluşan belirsizlikler merkez bankalarının elektronik paranın bir tarafı olmasının sınırlarını doğrudan etkilemektedir. Paraya dair geliştirilen yeni elektronik uygulamaların yaygınlaşması merkez bankalarının ödeme araçlarına yönelik görevlerini koşulsuz etkilemektedir.³⁵⁶

Aşağıdaki tabloda varlıklarının ve yükümlülüklerinin kompozisyonuna bağlı olarak sınıflandırılmış 2006'dan 2015'e tür değiştirmiş on dört merkez bankası yer almaktadır. Bu merkez bankalarından beşi sadece varlık kompozisyonu açısından, dokuzu ise borçlarının kompozisyonu (yükümlülükleri) itibariyle bir değişime maruz kalmıştır. İlgili dönemde her iki kompozisyon açısından tür değiştiren bir merkez bankası bulunmamaktadır.³⁵⁷ Varlıklarının kompozisyonuna bağlı olarak *döviz tutucu* merkez bankası varlıklarının yarısından fazlası döviz rezervi olması halini, *hazine tutucu* olarak ifade edilen durum ise merkez bankası varlıklarının yarısından fazlasının yerli varlıklardan oluşması ve yerli varlıkların yarısından fazlasının karşı taraf/ihraççı olarak yerel yönetime ait olması halini temsil etmektedir. Özel sektöre borç veren, *özel sektör alacaklısı* olarak ifade edilen durum ise merkez bankası varlıklarının yarısından fazlasının yerli varlıklardan oluşması ve bu yerli varlıkların yarısından fazlasının da karşı taraf/ihraççı olarak iç özel sektöre ait olması halini temsil etmektedir. Yükümlülüklerinin kompozisyonu açısından ise *banknot ihraççısı* merkez

³⁵⁶ Charles M. Kahn, Francisco Rivasdeneyra, Tsz-Nga Wong, “Should the Central Bank Issue E-money?”, **Bank of Canada Staff Working Paper**, 2018-58, December 2018, (Çevrimiçi) <https://www.bankofcanada.ca/2018/12/staff-working-paper-2018-58/>, 11.11.2019

³⁵⁷ Christiaan Pattipeilohy, “A Comparative Analysis of Developments in Central Bank Balance Sheet Composition”, **BIS Working Papers**, No 559, April 2016, p.22, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/work559.pdf>, 19.04.2019.

bankasındaki toplam mevduatın dolaşımdaki banknotların %10'undan az olması halini; *hükümetin bankacısı* merkez bankasındaki toplam mevduatın dolaşımdaki banknotların %10'undan fazla olması ve toplam mevduatın yarısından fazlasının yerel hükümetle ilişkili olması halini temsil etmektedir. *Bankacıların bankası* ise merkez bankasındaki toplam mevduatın dolaşımdaki banknotların %10'undan fazla iken bu toplam mevduatın yarısından fazlasının iç bankacılık sektörüyle ilişkili olması halini temsil etmektedir.³⁵⁸

Tablo 3.3.: Merkez Bankaları Örnek Tür Değişiklikleri (2006-2015)

	Merkez Bankası	Tür - 2006		Tür - 2015	
Varlıklar	Arjantin	<i>Döviz Tutucu</i>	Hükümetin Bankacısı	<i>Hazine Tutucu</i>	Hükümetin Bankacısı
	Avustralya	<i>Döviz Tutucu</i>	Hükümetin Bankacısı	<i>Özel Sektör Alacaklısı</i>	Hükümetin Bankacısı
	Euro Bölgesi	<i>Döviz Tutucu</i>	Bankacıların Bankacısı	<i>Hazine Tutucu</i>	Bankacıların Bankacısı
	Danimarka	<i>Özel Sektör Alacaklısı</i>	Bankacıların Bankacısı	<i>Döviz Sahibi</i>	Bankacıların Bankacısı
	Birleşik Krallık	<i>Özel Sektör Alacaklısı</i>	Bankacıların Bankacısı	<i>Hazine Tutucu</i>	Bankacıların Bankacısı
Yükümlülükler	Brezilya	Hazine Tutucu	<i>Hükümetin Bankacısı</i>	Hazine Tutucu	<i>Bankacıların Bankacısı</i>
	Bulgaristan	Döviz Tutucu	<i>Hükümetin Bankacısı</i>	Döviz Tutucu	<i>Bankacıların Bankacısı</i>
	Kanada	Döviz Tutucu	<i>Banknot İhraççısı</i>	Döviz Tutucu	<i>Hükümetin Bankacısı</i>
	Japonya	Hazine Tutucu	<i>Hükümetin Bankacısı</i>	Hazine Tutucu	<i>Bankacıların Bankacısı</i>
	Meksika	Döviz Tutucu	<i>Bankacıların Bankacısı</i>	Döviz Tutucu	<i>Hükümetin Bankacısı</i>
	Yeni Zelenda	Döviz Tutucu	<i>Bankacıların Bankacısı</i>	Döviz Tutucu	<i>Hükümetin Bankacısı</i>
	Romanya	Döviz Tutucu	<i>Bankacıların Bankacısı</i>	Döviz Tutucu	<i>Hükümetin Bankacısı</i>
	İsveç	Döviz Tutucu	<i>Banknot İhraççısı</i>	Döviz Tutucu	<i>Hükümetin Bankacısı</i>
	ABD	Hazine Tutucu	<i>Banknot İhraççısı</i>	Hazine Tutucu	<i>Bankacıların Bankacısı</i>

Kaynak: Christiaan Pattipilohy. (Değişiklikler koyu italik olarak belirtilmiştir.)

³⁵⁸ A.e., p.8.

Merkez bankalarındaki tür değişiklikleri ile birlikte yönetsel unsurlarının da değışmesi olasıdır. Varlıklarının ve yükümlölüklerinin türleri ve miktarları bankaların kime, ne derece bağı olduğunu etkilemektedir. Dengeli bir âdemi merkeziyetçiliğin sağlayacağı muhtemel pozitif çıktının ön koşulu, yeterli düzeyde nitelikli bir kamusal becerinin getireceğı kurumsal ayrıcalıkların tesisidir. Âdemi merkeziyetçi yönetim usulünün bir ülkenin kamu kurumlarına uyarlanabilmesi için Japonya örneğinde görüldüğü gibi ulusal çapta kapsayıcı bir strateji ile bu usulün benimsenmesi gerekmektedir. Mevcut merkeziyet ya da merkezsizlik dereceleri kurumların birbirlerini tamamlaması gereken alanlarda herhangi bir uyumsuzluğa ve buradan kaynaklanacak kamu yönetimi başarısızlıklarına neden olmamalıdır.

Öte yandan, merkez bankalarının bölgesel olarak teşkilatlanması tercihi ise (ABD’de olduğu gibi) bir tür merkezsizleşme olarak yorumlanabilir.³⁵⁹ Ancak bu merkezsizleşmenin sınırları ve neye hizmet ettiğı de 2008 finansal krizi ile daha fazla sorgulanır hale gelmiştir. Bu da merkez bankalarının bağımsızlık sorgusu alanına dâhil bir konudur ki aynı zamanda topyekun bir yönetim modeli olarak milli sermaye unsurlarının merkezileşmesi tartışmalarının gölgesinde, küresel teşvike maruz bırakılan âdemi merkeziyet olgusunun varlığının yerleşik neoliberal ekonomi politikaları ile olan ilişkisine dayanmaktadır. Teoride tam bir sınırsızlık ön kabulü ile savunulan bu politikaların, uygulamada devletin ekonomik sistemin polisliğini tüm maddi unsurları ile hayata geçirdiğı gözlenmektedir. Kısaca mevcut politik unsurların merkez bankalarını aslında zaruri bir merkezileştirmeye sürüklediğı ama hangi merkeze bağı olduğu konusunda tereddütler yarattığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla küresel iktisadi eğilimde kendisini gösteren söylem-eylem çelişkisi, savunulan âdemi merkeziyetçi yapılanmanın da daha nitelikli sorgulamalarla ele alınması gerekliliğini işaret etmektedir.

Bir ekonomideki âdemi merkeziyetçi kurumların varlığı ile yerel yönetimlerin artan özgürlükleri ve yetkileri merkezin mali gücünü ulusal hükümetlerin manipölasyonuna açık hale getirebilmektedir.³⁶⁰ Bu durum merkez bankaları için de

³⁵⁹ Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, p.344.

³⁶⁰ Jonathan A. Rodden, Gunnar S. Eskeland, **Fiscal Decentralization and the Challenge of Hard Budget Constraints**, p. 458-459, Ed. By. Jonathan A. Rodden, Gunnar S. Eskeland and Jennie

geçerliliğini korumaktadır. Teoride, merkez bankalarının bağımsızlık sınırlarına dâhil olan âdemi merkeziyetçi yönetim usullerinin uygulanma ihtimali, merkezin para yönetiminde prensiplerini kolayca gevşetebilmesi anlamına da gelebilmektedir. Ancak bankaların ulusal hükümetlere karşı merkezsizleşirken, uluslararası kurumlara olan bağının artması bir merkezsizleşmeden ziyade yalnızca mevcut merkezin değişmesi anlamını taşımaktadır. Böylesi bir durum da sadece merkez banlarının değil finansal piyasaların tümüyle ulusötesi otoritelere entegre yönelimlerinin geliştirilmesi teşvik edilmiş olmaktadır.

Başarılı bir âdemi merkeziyetçilikten beklenen merkezin gücünün, isteklerinin ve bağılılık sorunlarının gerçekçi bir şekilde kabul edilmesidir.³⁶¹ Bunun merkez bankası yönetimi için uyarlanabilmesi ise pratikte pek olası görünmemektedir. Çünkü kapitalizmin doğasından gelen kriz eğilimi iddiası her şekilde merkez bankalarını hükümete karşı sorumlu kılmaktadır ve merkez bankalarının ille de merkezi olmayan bir yönetim stratejinin benimsenmesi yönündeki ısrarları başta (sıklıkla) ulusötesi bir merkezin tercih edilmesi anlamını taşımaktadır. Kısaca yerelin merkeziyetinden uzaklaşılırken, ulusötesinin merkezine tabi olma riski oluşmaktadır.

Merkezsizleşmiş bir yönetim tercihi, merkez bankaları açısından onların bağımsızlık alanlarını da kapsayan bir konu olduğundan her merkez bankası kendi özelinde, içinde bulunduğu gelenek ve iktisadi şartlar ele alınarak incelenmeye konu edilmelidir. Bu konu özelinde burada sunulan vaka incelemeleri ise küresel ekonomide teşvik konusu olan âdemi merkeziyetçi yönetime rağmen vuku bulan örneklerden bazılarıdır.*

Litvack, Cambridge, The MIT Press, 2003, (Çevrimiçi E-book) EBSCO Publishing, 22 Ekim 2019, s.451.

³⁶¹ A.e., p. 459.

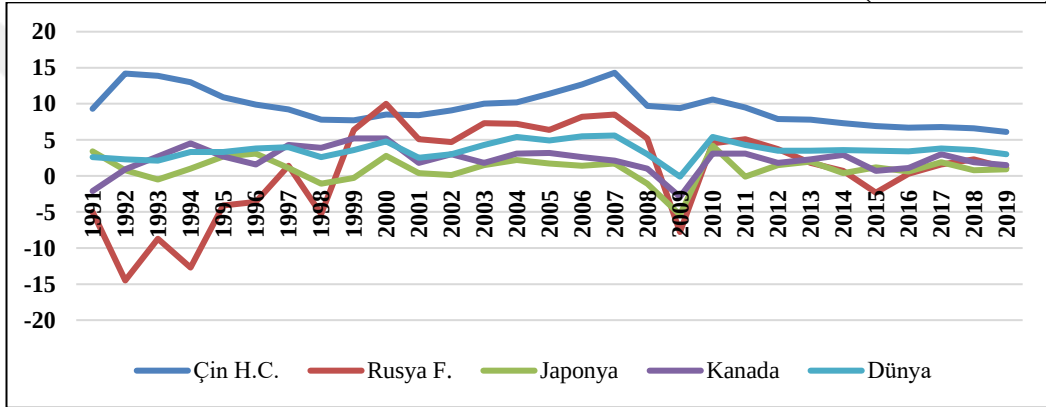
* ABD'nin bu kısma dâhil edimemesinin sebebi yapsındaki karmaşıklık ve tutarsızlıktır. Bu duruma örnek olarak 2009-2015 yıllarında Federal Reserve Bank of Minneapolis'in başkanlığını yürütmüş Narayana R. Kocherlakota'un, Peter Conti-Brown'un kitabını değerlendirdiği makalesi gösterilebilir. Fed özelinde merkezsizleşme konusuna değinilen çalışmada politik gözetim, ABD'deki eyaletlerin merkez bankalarının yönetim kurulu denetimi, Reserve Bank başkanlarının para politikası oluşturma sürecine katılımı ve faaliyetler ile sistemin iç yönetiminde değişiklik süreci Fed'in bağımsızlık ve merkezileşme alanlarını belirleyen temel sınır olarak sunulur. Bu başlıklar altında Kocherlakota, kongrenin federal para politikası, denetim ve finansal istikrar politikasının sonuçlarına ilişkin beklentilerini daha net tanımlanması gerektiğinin, guvernörler kurulunun Fed'in gözetiminin ve özellikle de başkanların atanmasına ilişkin sürecin şeffaflığının artırılmasının, New York Fed başkanının para politikası konusundaki oy hakkının olmamasının ve Fed yöneticilerinin reeskont oranı

3.3.2. Vaka İncelemesi

Vaka incelemesine konu edilen dört farklı ekonomi, dört farklı modeli temsil etmektedir. Örnek ülkeler temel olarak iktisadi ve idari usulleri, geçmiş yönetim modelleri ve mevcut büyüme düzeyleri dikkate alınarak seçilmiştir ve bu ülkelerin para politikası usullerinde âdemi merkeziyet düzeylerine dair izler taşıyan tercihlerine ve yönetim unsurlarına odaklanılmaktadır.

Grafik 3.3.: Seçili Ülkeler Büyüme Oranları (1991-2019)

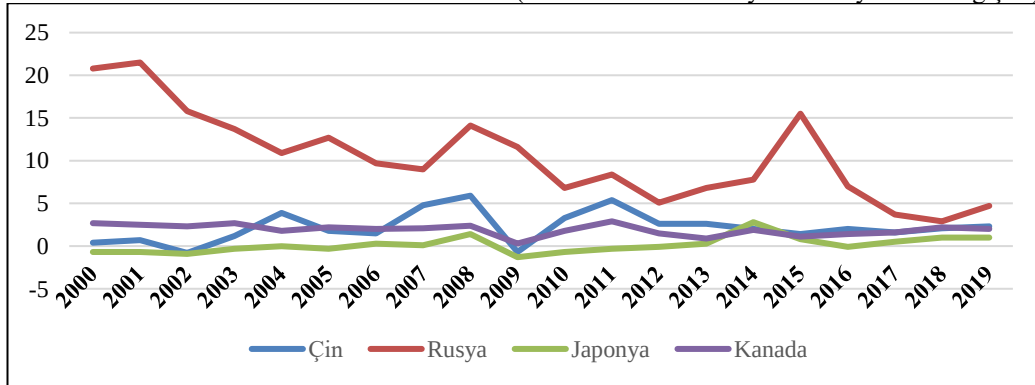
(Reel GSYH - %)



Kaynak: IMF Data, 2019.

Grafik 3.4.: Seçili Ülkeler Enflasyon Oranları (2000-2019) *

(Ortalama Tüketici Fiyatları ile yıllık % değişim)



Kaynak: IMF Data, 2019

belirlenmesi sürecine müdahil olmamaları gerektiğinin altını çizmektedir. Bu önerilerini ise aslında netleştirilmesi gereken bir konuyla bağlamaktadır. Bunlar, ‘Fed’in işlevlerindeki değişiklikler dikkate alındığında, Fed birleşik bir kamu kuruluşu olmalı mıdır? Eğer öyleyse, kongre Federal Açık Piyasa Komitesi’nin yapısını nasıl sürdürmelidir?’ konularıdır. (Kaynak: Narayana R. Kocherlakota, “The Decentralized Central Bank: A Review Essay on The Power and Independence of the Federal Reserve by Peter Conti-Brown”, **Journal of Economic Literature**, 55(2), 2017, p.636, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1257/jel.20161406>, 15.04.2019.)

* Bkz. Ekler: “Seçili Ülkeler Büyüme Oranları” ve “Enflasyon Oranları” Tabloları.

Tablo 3.4.: Seçili Ülke Vaka İnceleme Özet Tablosu

	ÇİN	RUSYA	JAPONYA	KANADA
İktisadi Sistem	Sosyalist	Karma	Planlı Liberal	Neoliberal
Temel Otorite	Ulusal Halk Kongresi	Meclis	Kabinet	Meclis
Ekonomiden Doğrudan Sorumlu Uygulayıcı Kurumlar	Maliye Bakanlığı, İnsan Kaynakları ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Dış Ekonomik İlişkiler ve Ticaret Bakanlığı	Ekonomik Kalkınma, Maliye, Sanayi ve Ticaret Bakanlıkları, Federal Finansal İzleme ve Federal Anti-Monopol Servisleri	Maliye Bakanlığı , (Uluslararası ve Diğer) Ekonomi-Ticaret ve Sanayi Bakanlığı, Ekonomik ve Mali Politika Konseyi	Ekonomik Kalkınma, İş Yaratma ve Ticaret Bakanlığı, Maliye Bakanlığı, Hazine
Ekonomi Yönetimine Dahil Olan İkincil Düzeyde Sorumlu Kurumlar	Kalkınma Bankası, Sanayi ve Ticaret Bankası Çin Exim-Bank, Uluslararası Ticaret ve Yatırım Şirketi, İhracat ve Kredi Sigorta Kurumu, Sinosure ve Çin İhracat- İthalat Bankası	Mali Kalkınma Kurumu, Mali İstikrarın Sağlanması Ulusal Konseyi	İhracat-İthalat Bankası, Kalkınma Bankası, Konut Kredisı Şirketi	Yatırım Endüstrisi Düzenleme Kurulu, Yatırım Fonu Birliği
Finansal Piyasalardan Sorumlu Kurum	Ulusal Halk Kongresi	Rusya Merkez Bankası	• Japonya Merkez Bankası • Maliye Bakanlığı	Kanada Merkez Bankası
Ülkenin Merkez Bankası	Çin Halk Bankası <i>People's Bank of China (PBC)</i>	Rusya Merkez Bankası <i>(Bank of Russia)</i>	Japonya Merkez Bankası <i>(Bank of Japan-BOJ)</i>	Kanada Merkez Bankası <i>(Bank of Canada)</i>
Merkez Bankasının Ana Hedefi	Para politikasını formüle etmek ve fiyat istikrarını sağlayarak ekonomik büyümeyi teşvik etmek	Ruble'yi korumak ve onun istikrarını sağlamaktır.	Fiyat istikrarının sağlanması	Düşük ve istikrarlı enflasyon ile paranın değerin korumak; para tedavülünün, güvenli dolaşımının tesisi; fon idaresi

	ÇİN	RUSYA	JAPONYA	KANADA
Merkez Bankası Yasal Statüsü	Devlet teşekkülü	Devlet teşekkülü	Tüzel kişiliği bir devlet kurumunu ya da özel bir şirketi temsil etmez. Sermayesinin %55'i devlete, %45'i özel sektöre aittir. ³⁶²	Devlet ortaklı şirket
Enflasyon Hedefi ve 2019 Oranı	Hedef: %3 civarında Gerçekleşen (2019): %2,3	Hedef: %4 Gerçekleşen (2019): %4,7	Hedef: %2 Gerçekleşen (2019): %1	Hedef: %2.00 +/- %1 Gerçekleşen (2019): %2
Finansal Düzenleme Kurumları	Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu, Bankacılık Düzenleme Komisyonu, Sigorta Düzenleme Komisyonu	Rusya Merkez Bankası	Finansal Hizmetler Ajansı, Menkul Kıymetler ve Borsa Düzenleme Komisyonu	Mevduat Sigorta Kurulu, Finansal Kurumlar Denetleme Ofisi, Finansal İşlemler ve Raporlar Analiz Merkezi, Menkul Kıymetler Geçiş Ofisi, Finansal Tüketici Ajansı, Federal Finansal Piyasalar Servisi*, Menkul Kıymetler Çatı Örgütü ve Eyalet Komisyonları**
2008 Sonrası Temel Değişimler	Makro ihtiyati politika araçlarının merkez bankasına devri artırılmıştır.	Finansal istikrar odaklı kamu kurumları tesis edilmiştir. Yeni kalkınma programı başlatılmıştır.	Devletin rolü güçlendirilmiştir.	Enflasyon hedeflemesi takibinde, makro ihtiyati politikaların uygulanabilirliği hedeflemiştir.

Kaynak: Yazar, 2019.

³⁶² The Bank of Japan Act (Act No. 67 of 1942), (Çevrimiçi)

<http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=92&vm=02&re=01>, 29.12.2019 ve Outline of the Bank, Bank of Japan, (Çevrimiçi)

<https://www.boj.or.jp/en/about/outline/index.html/>, 29.12.2019.

* Yanı sıra eyaletlere bağlı Finansal Hizmetler Düzenleme Kurumları (Ontario (FSCO), British Columbia (BCFSA) v.d.)

** Alberta Securities Commission (ASC), Autorité des marchés financiers – Québec, British Columbia Securities Commission (BCSC), Ontario Securities Commission (OSC)

3.3.2.1. Çin Halk Cumhuriyeti

Tıpkı reform öncesi dönemde olduğu gibi günümüzde de Çin'in sosyalist ekonomik sisteminde hükümet ulusal ekonominin planlanmasından ve yönetilmesinden doğrudan sorumlu mercidir.*

Çin'de finansal sistemin düzenlenmesi denetlenen alanın faaliyet türüne göre kurgulanmış farklı kurumlar aracılığıyla yapılır. Bankalar Çin Bankacılık Düzenleme Komisyonu (CBRC), menkul kıymetler ve finansal piyasalar Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu (CSRC) ve sigorta sektörü ise Çin Sigorta Düzenleme Komisyonu (CIRC) tarafından düzenlenmektedir. Herhangi muhtemel bir finansal krizde son çare olma merci olacak şekilde kurgulanmış Çin Merkez Bankası (PBoC) ise para politikasını yönetmenin yanı sıra sistemik risklerin kontrolü ve finansal istikrarın düzenlenmesi gibi önemli düzenleyici sorumluluklara da sahiptir. Öte yandan PBoC mevduat faiz oranları ve borç verme faiz oranları üzerinde sınırlamalar koyar ve döviz kurunu idare eden Devlet Döviz İdaresi'ni de kontrol eder. Ancak hem döviz kuru hem de faiz oranı sınırlarına nihai karar son ve mutlak yetkili merci ve en yüksek devlet organı olan Devlet Konseyi tarafından verilir. Öte yandan Çin'de Maliye Bakanlığı finansal piyasaların düzenlenmesinde doğrudan bir taraftır ve ülkenin büyük ticari bankalarındaki ortaklıkları aracılığıyla da finansal düzenlemeye de müdahil olmaktadır. Buradan da sistemin kendine has bir otokontrol mekanizmasına sahip olduğu görülmektedir.

90'lara değin kademeli olarak sürdürülen Çin'in güçlü kamusal merkezi yapısı 90'ların başında uygulanan reformlarla mali sistemde âdemi merkeziyetçi tercihler kendisini göstermeye başladı. Vergi politikasının ve gelir-borç yönetiminin idaresinde tercih edilen âdemi merkeziyetçi yönetim usulü Çin'in kendi sosyolojik ve politik gerçekliği çerçevesinde, batı ülkelerinde görünenden farklı bir düzende uygulanmaya alındı. Merkezin gücünü sarsmayacak, planlı ve nihai hedef olan dengeli büyüme ve kamu borçlarının azaltılmasına hizmet eden bir âdemi merkeziyetçi model tercih edilmişti. Bu çerçevede Çin Merkez Bankası ise birinci dereceden sorumlu

* Bkz. Ekler: Çin'in Reform Öncesi Dönemi.

olduğu Devlet Konseyinden aldığı izinle ve oraya karşı taahhütte bulunarak faaliyetlerini sürdürür şekilde kurgulandı. Bu doğrultuda Çin Merkez Bankası Konsey'in sene başında sunduğu büyüme, enflasyon ve para arzı hedeflerini takip eder ve ayrıca para politikası ile ilgili konularda Konsey'in de bağlı olduğu Ulusal Halk Kongresi'ne de taahhütlerde bulunur. Merkez bankası bağlı olduğu sınırlar dâhilinde para arzını açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılık oranının yanı sıra kredi mekanizmasını da devreye sokarak yönetir.

Özetle, Çin'de ekonominin devlet düzeyinde kontrol ve idare edilerek, yetkilendirilmiş düzenleyici kurumların pratikte bir nevi kısmi düzenleyici görevleri olduğu anlaşılmaktadır. En önemlisi, Çin Komünist Partisinin öncü rolü, çeşitli parti organlarının ve önemli parti üyelerinin finansal kurumlardaki personel seçimi ve büyük kredilerin tayini gibi finansal faaliyetlerle ilgili kararlar üzerinde belirleyicidir.³⁶³

Çin Merkez Bankası'nın başlıca amaçları para politikasının hedefi olan Yuan'ın istikrarını sağlamak ve böylece ekonomik büyümeyi teşvik etme sürecini yasaya uygun olarak formüle etmek ve uygulamaktır. Bankalar arası kredi piyasası, bankalar arası bono piyasası, döviz piyasası ve altın piyasası dahil olmak üzere finansal piyasaları düzenlemek; finansal istikrarı korumak için sistemik finansal riskleri önlemek; ulusal paranın kurunu adaptif ve denge seviyesinde tutmak; devlet döviz ve altın rezervlerini yönetmek; mali ajan olarak devlet hazinesini yönetmek; ödeme, takas ve mutabakat sistemlerinin normal çalışmasını sağlamak; finans sektöründeki kara para aklama karşısı çalışmalara rehberlik etmek ve kara para aklama ile ilgili şüpheli fon hareketini izlemek; finansal sektör için istatistik sisteminin geliştirilmesi ve finansal analizlerin konsolide edilmesinin yanı sıra ekonomik analiz ve tahminlerin yapılmasını sağlamak; Çin'de kredi raporlama endüstrisini yönetmek ve kredi bilgi sisteminin kurulmasını teşvik etmek ve Devlet Konseyinin takdir ettiği

³⁶³ Douglas J. Elliott, Kai Yan, "The Chinese Financial System An Introduction and Overview", **Brookings Institution**, John L. Thornton China Center Monograph Series, Number 6, July 2013, p.10-11, (Çevrimiçi) <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/chinese-financial-system-elliott-yan.pdf>, 10.03.2019.

diğer vazifeleri yerine getirmek Yuan'ın tek ihraç yetkilisi olan Banka'nın temel amaç ve işlevleri arasında yer almaktadır.³⁶⁴

Finansal piyasaların başlıca aktörlerinden olan Çin'deki devlet destekli bankalar, Çin'in finansal anlamda uluslararası etki alanı için önemli bir rol üstlenmişlerdir. Bu kuruluşların başlıcaları Çin Kalkınma Bankası*, Çin Sanayi ve Ticaret Bankası, Çin Exim-Bank, Çin Uluslararası Ticaret ve Yatırım Şirketi, China National Offshore Oil Corporation, Çin İhracat ve Kredi Sigorta Kurumu, Sinasure ve Çin İhracat-İthalat Bankası'dır. Devlet tarafından yönlendirilen bu kamu ya da yarı ticari kuruluşlar ellerindeki zengin imkânları teşvik ve çeşitli desteklerle Çinli firmalara sunarak, bu firmaların uluslararası piyasalarda rakiplerinin tabi olduğu katı finansman kurallarına takılmadan sermaye temin edebilmelerine olanak sağlarlar. Örneğin, Çin Kalkınma Bankası, dünyadaki en büyük yarı-ticari bankadır. 350 milyar ABD doları değerindeki varlıkla, Dünya Bankası ve Asya Bankası'ndan daha büyüktür. Çin Exim-Bank**, dünyanın en büyük üçüncü ihracat kredisi kuruluşudur. Temel görevi sanayi, dış ticaret ve ekonomi, finans ve dış ilişkilerde devlet politikalarını uygulamaktır. Öte yandan, China Investment Corporation'a Çin Merkez Bankasının nezaretinde olan 200 milyar ABD doları değerinde bir satın alma savaş fonunu yönetme yetkisi verilmesi gibi uygulamalar ile³⁶⁵ Çin'de finansa piyasalarının düzenlenmesinde ülkenin ulusal büyüme hedefinin izleri net bir şekilde görülebilmektedir.

³⁶⁴The People's Bank of China, (Çevrimiçi) <http://www.pbc.gov.cn/en>, 08.08.2019.

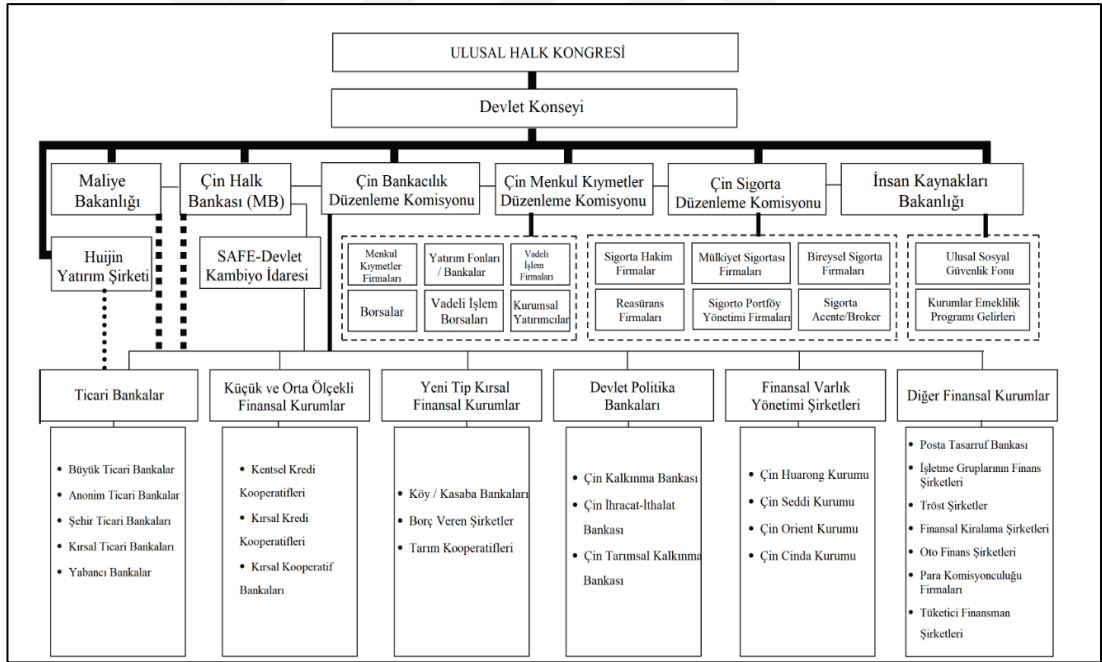
* Çin'in yerel firmalarına verilen desteklerden birine örnek olarak 2004 yılında, Huawei'e Çin Kalkınma Bankası'ndan 10 milyar ABD Doları ve küresel büyümesini finanse etmek için Çin İhracat-İthalat Bankası'ndan 600 milyon ABD Doları kredi açılması gösterilebilir. Yine bu firmaya sunulan desteklerden bir diğeri de Nijerya'nın Huawei ekipmanlarını satın almak için 2004 yılında Çin Kalkınma Bankası'ndan piyasadaki bir yıllık borç verme faiz oranının oldukça altında bir faizle 200 milyon ABD doları tutarında kredi almış olmasıdır.

** Çin'in yurtdışındaki altyapı finansman düzenlemelerinin büyük çoğunluğu Çin Exim Bankası tarafından finanse edilmektedir. Çin mallarının ticaretini desteklemek için kredi verilmesine kanallı edilmiş ve yurtdışı projelerine imtiyazlı kredi sağlama yetkisine sahip tek Çin kurumu olan Çin Exim Bankası'nın kredileri 2005 yılında 20 milyar ABD dolarına ulaşarak Banka dünyadaki en büyük ihracat kredisi kuruluşlarından biri haline getirdi.

³⁶⁵ China in Africa, A Strategic Overview, **Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO)**, Prepared by. Executive Research Associates (Pty) Ltd, October 2009, p.77-78, (Çevrimiçi) https://www.ide.go.jp/English/Data/Africa_file/Manualreport/cia.html, 12.03.2019.

Çin'in finansal sisteminin düzenleyici çerçevesinin gösterildiği aşağıdaki şekilde en kalın bağlantı çizgileri finansal politika yapımında en yüksek otorite seviyelerine karşılık gelir. Kongre tüm finans sektör yasalarını yürürlüğe koyar. Devlet Konseyi mali düzenleme yapar, mali düzenleme ve denetleme kurumlarının zorunlu politika direktifleri yayınlar. Noktalı bağlantı hatları, PBoC'nın üç temel işlevini (para politikasını oluşturmak, finansal istikrarı sağlamak ve finansal hizmetler sunmak) ve Maliye Bakanlığı'nın vergi yöneticisi, sayman ve çeşitli ticari bankaların sahibi olarak üçlü rolünü göstermektedir. ÇMKDK, ÇSDK ve İnsan Kaynakları Bakanlığı'ndan çıkan daha ince bağlantı hatları, bu kurumların çoğunlukla faaliyetleriyle ilgili kendi finansal sektörlerinin denetimini ve gözetimini düzenlemekten ve yürütmekten sorumlu olduğunu yansıtmaktadır.

Şekil 3.4.: Çin Finansal Sistem Mimarisi



Kaynak: IMF Country Report^{366*}

³⁶⁶ "People's Republic of China: Financial System Stability Assessment", Washington, D.C., **International Monetary Fund**, IMF Country Report, No. 11/321, Prepared by the Monetary and Capital Markets and Asia and Pacific Departments, November 14, 2011, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/People-s-Republic-of-China-Financial-System-Stability-Assessment-25350>, 10.03.2019.

* Ek notlar: SAFE, menkul kıymetlerin ve sigorta şirketlerinin döviz işlemlerinden sorumludur. Çin Kalkınma Bankası ve Posta Tasarruf Bankası ticari bankalarda reform süreçleri ile ilgilidir. Huijin Yatırım Şirketi, devlet adına devlete ait büyük finans kuruluşlarında yatırımcı olarak

3.3.2.2. Rusya Federasyonu

Rusya Merkez Bankası'nın neredeyse atmış yıl kadar hüküm sürmüş Sovyet ekonomi modelinin izlerini taşımayı hala sürdürdüğü düşünülebilir. O dönemde iktisat politikaları ekonomiyi tüm unsurlarıyla kontrol eden Komünist Parti'nin talimatlarına göre şekillenir ve Devlet Planlama Komitesi'nin belirlediği hedefler doğrultusunda yürütülürdü. Bugün ise devletin ekonomi üzerindeki varlığı, Sovyet dönemi kadar olmasa da son derece güçlü etkilerle kendisini hissettirmektedir. Örneğin Ruble Kontrol Mevzuatı çerçevesinde Rusya vatandaşı olan ile olmayan arasındaki mali işlemlerde taraflar yabancı banka hesaplarının kullanımı ve dış ticaret sözleşmeleri kurallarını takip etmek durumundadırlar ve bu Rusya'da halkı son derece etkileyen güçlü yaptırımları içeren bir düzenleme aracıdır. Öte yandan, Rusya Merkez Bankası, Rusya'nın döviz kontrol yasalarına göre, işlemin özel bir hesapla tamamlanması gerekliliği de dahil olmak üzere döviz alımında kısıtlamalar getirme hakkını saklı tutar. Bu kapsamda devletin piyasalardaki düzenleyici fonksiyonunu katı kurallarla yürütülüyor olmasına ülkede kara para ile ilgili yürütülen mücadele bir gerekçe olarak gösterilmekle birlikte sonuçta mevcut haliyle Rusya'nın serbest piyasa ekonomisi tercihi özel bir uygulama örneği olarak kuvvetli bir merkezi yapıyı temsil etmektedir.

Rusya Federasyonu Anayasası'na göre, Rusya Federasyonu Merkez Bankası'nın (Bank of Russia) temel işlevi Ruble'yi korumak ve onun istikrarını sağlamaktır. Aynı zamanda finansal istikrarı da sağlamayı hedefleyen Rusya Merkez Bankası temelde altı alana odaklanmaktadır. Bunlar finansal istikrarı karakterize eden göstergelerin geliştirilmesi ve kullanılmasıyla finansal istikrarın izlenmesi; finansal piyasa altyapı kuruluşları ve ödeme sistemleri dahil olmak üzere finansal kurumların düzenlenmesi, denetlenmesi ve izlenmesi; makro ihtiyati düzenleme ve denetim; potansiyel sistemik riskleri belirlemek için risk izleme, finansal piyasalara dönük stres testlerinin ve bulaşma etkisinin analizi; finansal piyasa altyapısı organizasyonlarının ve ödeme sistemlerinin kesintisiz ve verimli çalışmasını sağlamak; finansal

hak ve yükümlülüklerini yerine getirir. Ulusal Sosyal Güvenlik Fonu, en büyük ticari bankaların bazılarında kurumsal yatırımcı ve paydaş olmak üzere ikili bir role sahiptir.

istikrarsızlık durumunda kriz karşıtı önlemlerin uygulanmasıdır.³⁶⁷ Bu görevleri, bünyesindeki birimleri* vasıtasıyla 2019 itibarıyla merkez ofis dâhil ülkenin yedi ayrı bölgesindeki toplam yetmiş dört ofis ile yerine getirir ve diğer pek çok ülkenin aksine, Banka'nın ülkedeki en yetkili finansal piyasalar düzenleyici kurumu olma vazifesi bu birimler ile icra edilmektedir.

2016 yılında Rusya'da merkez bankası bazında bir mega regülatör oluşturulması, daha yüksek kontrol ve denetim entegrasyonu seviyelerine geçiş hedeflendi. Bu kapsamda Rusya Merkez Bankası, sigorta faaliyetleri, kredi kooperatifleri ve mikrofinans faaliyetleri de dâhil olmak üzere finansal piyasalar alanındaki yasal düzenleme, kontrol ve denetim için Rusya Federal Finansal Piyasalar Servisi'ne (FFMS) yetki verdi. Finansal piyasaya yönelik uluslararası işbirliğini ve daha kolay bilgi paylaşımını teşvik etmek için ulusal finansal sisteme olan güveni artıracak kabulü ile risklerin azaltılmasına, kontrol sistemindeki düzensizliğin ve tutarsızlığın giderilmesine, *regülatör bağımsızlığının* ve ayrıca rekabetçi ortamın geliştirilmesine yönelik sorunların çözümü ile FFMS teşekkül ettirilmiş oldu. Federal Finansal Piyasalar Servisi 2004-2013 yılları arasında görev aldı ve sonra Servisin görevleri Merkez Bankası'na devredilerek, kurum 2013'te feshedildi.³⁶⁸ Aynı yıl, başkanlığına Rusya Hükümeti Birinci Başkan Yardımcısı'nın getirildiği ve Maliye Bakanlığı, Ekonomik Kalkınma Bakanlığı, Mevduat Sigorta Acentesi ve Rusya Merkez Bankası başkanlarından oluşan Mali İstikrarın Sağlanması Ulusal Konseyi (The National Council on Ensuring Financial Stability) ilgili kurumlar ve birimler arası koordinasyonu geliştirmek amacıyla Temmuz 2013'te kuruldu. Ardından ise 2014 yılında sistemik riskleri ve finansal sistemin sürdürülebilirliğini değerlendirmek, makro ihtiyati tedbirleri ve krizi önlemeye yönelik tedbirleri istişare edebilmek

³⁶⁷ Guidelines for the Development of the Russian Financial Market in 2016–2018, Bank of Russia, Moscow, t.y., (Çevrimiçi) http://www.cbr.ru/statichtml/file/12158/drfrn_1618.pdf, 20.03.2019.

* Bkz. Ekler: Rusya Federasyonu Merkez Bankası'nın Birimleri.

³⁶⁸ "Information Notice", **The Central Bank of the Russian Federation**, Press Service, 12 August 2013, (Çevrimiçi) http://www.cbr.ru/eng/press/pr/?file=130812_154744eng_fms.htm, 19.03.2019.

amacıyla da Rusya Merkez Bankası'nın idaresinde Finansal İstikrar Komitesi (FSC) hayata geçirildi.³⁶⁹

Rusya'da ekonominin işleyişinden sorumlu devlet kurumlarının başında Ekonomik Kalkınma Bakanlığı, Maliye Bakanlığı, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, Federal Finansal İzleme Servisi ve Federal Tekel Karşıtı Servis yer almaktadır. Para politikası yönetiminde birinci dereceden sorumlu kurumlar Rusya Merkez Bankası ve bütçe idaresinin başındaki Maliye Bakanlığı'dır. Ayrıca ulusal düzeyde Rusya'nın en büyük mali kalkınma kurumu olan VEB.RF ile de uzun vadeli ekonomik büyüme için ticari bankalarla ortak olarak, ülkenin altyapısını, endüstriyel üretimini ve sosyal alanını geliştirmek, teknolojik potansiyelini güçlendirmek ve yaşam kalitesini iyileştirmek için büyük ölçekli projelere finansman sağlanmaktadır. Kurumun en yüksek yönetim organı, Rusya Başbakanı başkanlığındaki Denetim Kurulu'dur.³⁷⁰

2016 yılındaki bir IMF raporunda Rusya Merkez Bankası'nın tarafsızlığını ve bağımsızlığını dış izleyicilere daha iyi iletmek amacıyla karar alma düzenlemelerinde iyileştirmelere gidilmesi gerektiği belirtilmişti. Bunun yanı sıra, yasal ve düzenleyici çerçevenin Rusya Merkez Bankası'na ülkedeki bankacılık sistemin idaresine yönelik araçlar sunması gerektiği, yeni bankacılık düzenlemelerinin kendini henüz uygulamada beklenen düzeyde gösteremediği, piyasaların bilgiyi karartacak unsurları barındırdığı ve bunun da bankacılıkta mevcut teminat değerlemesinin net değeri yakalamada risk unsurları barındırdığına vurgu yapılmıştır. Öte yandan, Rusya Merkez Bankası bankaların kredi riskini nitelikli bir şekilde takip edebileceği mekanizmayı tesis etmiş olmasına rağmen, raporda stres testine daha fazla vurgu yapılması da dahil olmak üzere bankaların yönetim uygulamalarını iyileştirmelerini gerektiren yeni hükümlerin çoğunun henüz tam olarak yürürlükte olmadığına dikkat çekilmiştir. Bu da IMF'ye yansıyan, Rusya cephesindeki düzenleyici çerçevenin eksiklerini göstermektedir.³⁷¹

³⁶⁹ "Financial Stability Review Information and Analytical Review", **Bank of Russia**, Moscow, No.2, Q2 – Q3 2016, p.18, (Çevrimiçi) http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8373/fin-stab-2016_2-3_e.pdf, 31.10.2019.

³⁷⁰ VEB.RF, (Çevrimiçi) <https://b36.pdf>, 17.03.2019.

³⁷¹ "Russian Federation Financial Sector Assessment Program Detailed Assessment of Observance Basel Core Principles for Effective Banking Supervision (BCP)", **IMF Country Report**,

3.3.2.3. Japonya

Bir Konfüçyüs ülkesi olan ve özel girişimcilik temelinde kurgulanmış olan Japonya ekonomisinde, hükümetin yeri ülkenin refahına doğrudan katkı sağlayacak ve sağlam bir ekonomik altyapının tesisi ve sürdürülebilirliğine hizmet edebilecek şekilde, devletin üstlendiği idari rehberlik çatısı altında konumlandırılmıştır. Felsefi olarak beslendiği kanallar ülkeyi topyekûn bir aile olarak tanımlamakta ve bu ailenin reisi ise gücünü devletten almaktadır. Ülkenin kamu otoritesi arzu ettiği kararlara göre şirketleri ve bireyleri öneri ve ikna yöntemi ile etki altına alabilir. Bu doğrultuda kamu görevlileri vergi imtiyazı, ithalat izni, hibeler, destekler, lisanslar, teşvikler ve kartel düzenlemeleri gibi pek çok konuda nihai ve mutlak yetki sahibidir. Kamunun bu rehberlik imtiyazı bireyler ve şirketler için piyasaların öngörülmesi ve ekonomideki olası menfi unsurun atlatılması konusunda başvurulmuş bir mekanizmadır. Bu mekanizma ise hükümet eliyle genel olarak ticaret, iş gücü piyasası, rekabet ve vergi teşvikleri alanlarında kendisini göstermektedir. Kalkınma hamleleri istenen hedefe ulaşınca hükümet nispeten eskisi kadar müdahaleci olmayı tercih etmemiş olsa da 2008 krizinde de görüldüğü gibi ihtiyaç duyulan her an piyasalardaki aktif idari rehberlik rolünün derecesini hızla artırabilmektedir. Bu bağlamda devletin ekonomideki rolü baz alındığında ve etki alanının genişlediği zamanlarda eskiden beri kullanılan “Japonya anonim şirketi” tanımı özel sektör-devlet ittifakını nitelendirmek ve devletin şirketleri politikaları ile etkilediği gerçeğini temsil etmesi adına halen geçerliliğini korumaktadır.

Japonya’nın kalkınma hamlelerinin atılmaya başlandığı savaş sonrası dönemde en önemli idari temsil Uluslararası Ticaret ve Saniye Bakanlığı ile Maliye Bakanlığı’na verildi.

Uluslararası Ticaret ve Sanayi Bakanlığı üretimin düzenlenmesi ile mal ve hizmetlerin dağıtımından mesul ve Japon endüstrisinin yapısal gelişim planlamasından birinci dereceden sorumlu yetkilisidir. Bu Bakanlığa yüklenmiş diğer özel görevler Japonya’nın dış ticaretini kontrol etmek ve uluslararası ticareti denetlemek, malların

ülke ekonomisinde sorunsuz akışını sağlamak, imalat, madencilik ve dağıtım endüstrilerinin gelişimini teşvik etmek ve güvenilir hammadde ve enerji kaynağı tedariki sürecini denetlemektir.

Maliye Bakanlığı ise bütçe ile birlikte ülkenin tüm mali politikalarının icracısı olarak mali politikaları başlatır ve Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan-BOJ) üzerindeki dolaylı kontrolü ile ülkedeki para politikasından da sorumludur. Maliye Bakanlığı kamu yatırımlarının tahsisinden, vergi politikalarının belirlenmesinden, vergilerin toplanmasından ve ülkedeki döviz politikasının ve uygulamalarının düzenlenmesinden sorumludur. Özetle, Japonya’da para politikasının alanı düzenleme, kullanıma hazır hale getirme ve kredi maliyetine; maliye politikası ise devlet harcamaları, vergiler ve borçlara yönelik sorumlulukları taşımaktadır. Bu her iki alanın yönetimi ile Maliye Bakanlığı ekonomide kaynakların tahsis edilmesini düzenleyerek, vatandaşların gelir ve servet dağılımını etkilemiş olur ve ekonomik faaliyetlerin seviyesini dengeleyip, ekonomik büyümeyi ve refahı teşvik eder. Dolayısıyla Japonya’da maliye politikaları direk büyüme ile ilgili alana etki eder.

Ülkenin finansal sistemi ise 1990’lardaki gelişmeden sonra bugünkü şeklini almıştır. Japonya henüz 1980’lerde dış borcu olan bir ülke iken 1990’larla birlikte finans ve bankacılık endüstrisi benzeri görülmemiş oranlarda büyüdü ve bir dönemin en büyük alacaklısı konumuna yükseldi. Kalkınma hamlelerinin atıldığı yıllarda ülkenin finans piyasalarının gelişmesinde Japonya İhracat-İthalat Bankası, Japonya Kalkınma Bankası başta olmak üzere, Konut Kredisi Şirketi gibi devlete ait bazı finans kuruluşları sektörel büyümelerin teşviki için piyasada aktif rol oynadı. Günümüzde ise BOJ’un dışında, Japonya’da Tokyo Hükümeti’nin yönetiminde ekonomi politikalarından sorumlu ve icracı aktif rol üstlenen kurumların arasında Kabine Ofisine bağlı özel görevler amacıyla Ekonomik ve Mali Politika Konseyi (CEFP), Ekonomi-Ticaret ve Sanayi Bakanlığı ve Maliye Bakanlığı yer almaktadır. Finansal düzenlemeye yönelik aktif olarak görev yapan kurumlar ise aynı zamanda sermaye piyasası için ülkedeki en önemli merkezi kurumlar arasında yer alan Finansal Hizmetler Ajansı ile Menkul Kıymetler ve Borsa Düzenleme Komisyonudur (SESC).

Japonya ekonomisinde de standart ticari bankacılık sistemi, iç ekonominin çeşitli sektörlerini finanse eden devlete ait finansal kuruluşlar, aracılık hizmetleri sunan menkul kıymet şirketleri, kamu ve özel borçları finanse eden sermaye piyasaları ile bankalara likidite kaynağı sunan ve Japonya Merkez Bankası'na para politikasını uygulamak için araç sağlayan para piyasaları diğer gelişmiş sanayi ekonomilerindekine benzer kurumsal özelliklere sahiptir.³⁷² Japonya'da bankalar tasarrufları mobilize etme, sermaye tahsis etme, kurumsal yöneticilerin yatırım kararlarını denetleme ve risk yönetimi araçları sağlamada lider bir rol oynamaktadır. Bu yönüyle (tıpkı Almanya gibi) Japonya banka temelli finansal sistemlere örnek olarak gösterilmektedir.³⁷³

Ülke ekonomisinin hedeflenen gelişim sürecine katkı sağlamak için konumlanmış olan BOJ'un ana hedefi fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir. BOJ'da tercih edilen para politikası araçları açık piyasa işlemleri, gecelik faiz oranları ve zorunlu karşılık oranlarıdır. Ekonomideki deflasyon ile mücadelede orta ve uzun vadeli fiyat istikrarı hedefine sahip olan Japonya ekonomisi tüketici fiyat endeksi bazında enflasyon oranını yıllık %2 olarak belirlemiştir. Japonya ekonomisindeki deflasyonla 2013'te Kantitatif ve Kalitatif Parasal Genişleme metodu uygulanarak aşmaya çalışılmıştır. Bu uygulamada BOJ'un %2 olan fiyat istikrarı hedefine ulaşması için planlanan tüm faaliyetlerin hayata geçirilmesi hedeflenmiştir.³⁷⁴

Ancak bunun öncesinde, 2008 krizinin tetikleyicisi kredi balonları Japon ekonomisi ile küresel ekonomi arasındaki bağlantının bir noktasında ilişkilendirilebilir. Kantitatif genişleme politikası uyarınca, Japonya Merkez Bankası özel bankalar için hesap bakiyelerini 2001 başlarında 5 trilyon Yen seviyesinden, 2004-5 yıllarında yaklaşık 30-35 trilyon seviyesine çıkarmıştır. Kantitatif genişleme ve sıfıra yakın banka faiz oranları da yurtdışına transfer edilen kredilerini desteklerken,

³⁷² Daniel A. Metraux, Kellie Ann Warner, "The Character and Structure of the Economy", **Japan: A Country Study**, Ed. by. Ronald E. Dolan, Robert L. Worden, Library of Congress, Federal Research Division, 1992, p.205-2012.

³⁷³ Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine, "Bank-Based and Market-Based Financial Systems - Cross-Country Comparisons", **Policy Research Working Paper**, WPS2143, The World Bank, July 1999, p.1, (Çevrimiçi) <http://documents.worldbank.org/curated/en/259341468739463577/Bank-based-and-market-based-financial-systems-cross-country-comparisons>, 15.12.2019.

³⁷⁴ Bank of Japan, (Çevrimiçi) <https://www.boj.or.jp>, 14.03.2019.

Japonya'nın iç tasarrufları aracılığıyla tesis edilen bu küresel kredi genişlemesi ile uluslararası Yen ticareti de teşvik edilmiştir. Buradan hareketle 2000'li yılların başında Yen ticaretinin, New York ve Londra merkezli uluslararası balonunun oluşumunda önemli ancak az belgelenmiş bir rol oynadığı iddiası varlığını hala korumaktadır. Japonya küresel krizde ABD ve Avrupa piyasalarıyla mukayese edildiğinde oluşan kredi balonunun genel olarak dışında kaldığı görülmektedir. 2008'den sonra Anglo-Amerikan balonunun söndürülmesinin Yen'in döviz kurunun yükselmesine neden olarak Japonya'ya büyük bir ters fon akışı gelmesine sebep olduğu bilinmektedir. New York ve Londra finansal balonu 2007'de kendi zirvesine ulaştığında bu aradaki senkronizasyon ve Tokyo sermayesinin bu süreçte etkisi krize dair hala aydınlatılmayı bekleyen konular arasında yer almaktadır.³⁷⁵

2013 yılında, Japon bankaları dünyanın en büyük sınır ötesi banka kredisi tedarikçileri haline geldi. 1990'ların bankacılık krizinde geri çekilen Japon bankalarının denizaşırı operasyonları, bu gelişme ile 80'lerin sonundaki uluslararası bankacılık pazarındaki konumlarını hatırlattı. 2008'e gelindiğinde ise ABD ve Birleşik Krallık özel bankaları uluslararası borç verme pazarındaki paylarında önemli bir düşüş yaşarlarken Japon ekonomisi kredi payını artırmayı sürdürdü.³⁷⁶

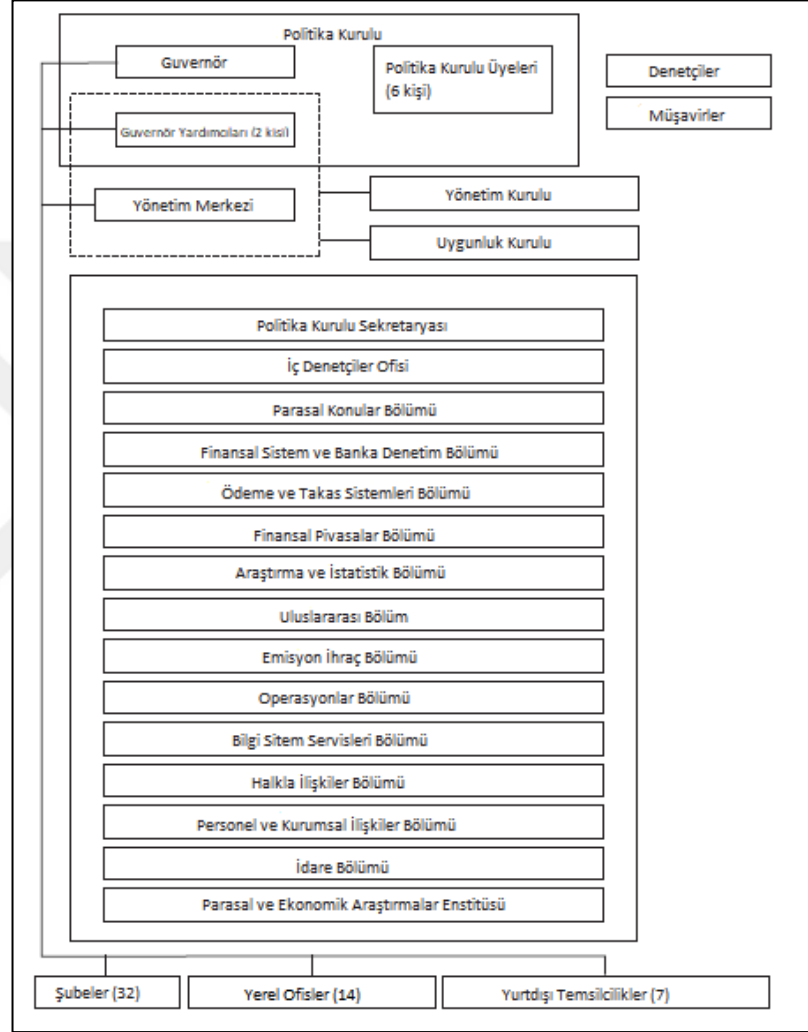
Banknot sunan, bankaların bankası ve başvurulacak son ödünç merci olma ikrasını üstlenen BOJ'un, Japon hükümeti ile ilgili hizmetleri Japon hükümetinin hazine fonlarının ödeme ve muhasebe işlemlerini gerçekleştirmek, Japon Kamu Menkul Kıymetleri (JGS) ile ilgili hizmetler sunmak ve Japon hükümeti adına döviz müdahalesi gibi uluslararası işlemler yürütmek şeklinde belirlenmiştir. Bunun yanı sıra Banka, hükümetin mevduatlarını hazine fonlarını ödeme ve belgelendirme yoluyla (vergi ödemelerini almak ve kamu harcamaları ve emekli maaşları ile ödemeleri gerçekleştirmek gibi) yöneterek hazine fonları ve Japon devlet menkul kıymetleri ile ilgili hizmetleri sürdürmektedir. BOJ aynı zamanda, kamu yararını gözeterek Japonya genelinde özel finans kurumları ile sözleşmeler de tesis etmektedir. Böylece finansal

³⁷⁵ Simon James Bytheway, Mark Metzler, **Central Banks and Gold: How Tokyo, London, and New York Shaped the Modern World**, US, Cornell University Press, 2016, p. 177-178, (Çevrimiçi E-book) EBSCO Publishing, 28.11.2019

³⁷⁶ A.e., p. 180-181.

kurumların atanmış ofisleri, hazine fonlarını BOJ'un acenteleri olarak kabul edebilmekte ve kullanabilmektedir.³⁷⁷

Şekil 3.5.: Japonya Merkez Bankası Organizasyon Şeması



Kaynak: BOJ, 2019.

1882’de faaliyete geçen Japonya Merkez Bankası’nın tarihi, merkez bankacılığı diplomasisi açısından da özel bir öneme sahiptir. 1914’ten önce merkez bankaları arasındaki doğrudan bağlantılar oldukça nadirken İngiltere Merkez Bankası ile Japonya Merkez Bankası arasındaki gizli düzenlemelerin varlığı uluslararası

³⁷⁷ “Bank of Japan: Its Functions and Organization”, **Bank of Japan Public Relations Department**, October 2017, (Çevrimiçi) https://www.boj.or.jp/en/announcements/education/data/boj_pamphlet.pdf, 14.03.2019.

düzeyde ve düzenli şekilde seyretmiş merkez bankaları arası işbirliği tarihinde erken bir gelişme olarak kaydedilmiştir. 1902 Anglo-Japon ittifakı her iki ülke için de önemli bir çıkış noktası olarak görülebilir (ve İngiltere için 19. yy izolasyon politikasını terk etmek anlamına gelmektedir). Japonya için İngiltere ile müttefik olmak, “Büyük Güçler” çağının zirvesinde Avrupa emperyal devlet sistemine katılmak anlamına geliyordu ve bu ilişki Asya anakarasında bir imparatorluk inşa etmenin önünü açtı.³⁷⁸

Âdemi merkeziyet tartışmaları 1990'ların ortalarında Japonya'da ilk kez yerel yönetimler üzerinden gelişti. 1993 yılında Japonya'nın yeni hükümetinin yoğunlaştığı âdemi merkeziyetçi yönetim tercihi ile 1995 yılında Âdemi Merkeziyetçiliği Teşvik Yasası yürürlüğe girdi.³⁷⁹ Bu aşamada yasa, hükümet işlevlerinin ve beraberinde mali unsurlarının âdemi merkeziyetçiliği ile ilgili hükümleri içermiyordu. Sosyalist Başbakan Murayama Tomiichi yönetimindeki hükümet bu yasa ile Âdemi Merkeziyetçiliğin Teşviki Komitesi'nin kurulmasını hedeflemişti.³⁸⁰ Ekonomi yönetiminin merkezileşmesinin ise pratikte Japon yönetim stratejisinin doğası gereği Dünya Bankası'nın geliştirmekte olan ekonomilere tavsiye ettiği şekliyle mukayese edilecek olursa bariz farklılıklar sergilediği görülmektedir. Başta devletin özel sektörle olan ortaklığı, kriz dönemlerinde piyasalarda bir anda varlığını son derece şiddetli bir şekilde hissettirebiliyor oluşu ve birbirleri ile bağlantılı bir şekilde çalışmak durumunda olan düzenleyici kurumları âdemi merkeziyetin varlığına ama özelleşmiş bir türüne işaret etmektedir.

3.3.2.4. Kanada

Son otuz beş senedir uygulana gelen Kanada'daki neoliberal ekonomi modeli pratiği, muhafazakâr bir devlet politikası olarak karşımıza çıkmaktadır. Kanada'daki finansal piyasaların paydaşları uluslararası mevzuat değişikliklerini uygulamak için

³⁷⁸ Bytheway, a.g.e., p.170,

³⁷⁹ Osamu Koike, Deil S. Wright, “Five Phases of Intergovernmental Relations in Japan: Policy Shifts and Governance Reform”, *International Review of Administrative Sciences*, SAGE Publications, June 1, 1998, Volume 64, Issue 2, p.203-218.

³⁸⁰ Osamu Koike, “Local Government Amalgamation in Japan: Creating a New Local Governance or New Crisis of Governance?”, *Yokohama Journal of Social Sciences*, Volume 15, No 4, 2010, p. 375-384.

yerel ve küresel düzenleyici kuruluşlarla eş güdüm içinde çalışırlar ve disiplinli bir düzenleyici ve denetleyici örgüt ağı mevcuttur. Bu disiplinin en net örneği 2008 küresel finansal krizi sırasında hiçbir Kanada bankasının kurtarılmak zorunda kalmamış veya iflas etme tehlikesiyle karşı karşıya kalmamış olmasıdır. Dünya Ekonomik Forumu, Kanada'nın bankalarını son on yıldır dünyanın en sağlamları arasında sıraladı. Bu, Kanada'daki bankaların iyi sermayeleştirildiğini, iyi yönetildiğini ve iyi düzenlendiğini göstermektedir. Kanada'daki bankacılık sistemi, 2008 krizinde de deneyimlendiği üzere sahip olduğu istikrar ve güvenlik konusundaki performansını sürdürmeye odaklanarak, ülkenin ihtiyatlı görünüm sergileyen bankalarının, etkin düzenleme ve denetleme ile birleştiğinde küresel finansal sistemde bir istikrar modeli oluşturulmasına katkı sağlamaktadır.³⁸¹ Ancak güçlü finansal kuruluşlarının yanında, Kanada takip ettiği neoliberal politikalarının bir sonucu olarak gösterilebilecek, son derece büyük bir özel kesim borcuyla karşı karşıyadır. Özel Borçların Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya (GSYH) oranı %200'ü üzerini çıkmış durumdadır.³⁸²

Kanada'nın finansal sisteminin düzenlenmesine yönelik uygulamaların şekillenmesinde etkili olan politika yapıcılar ve düzenleyici kurumların arasında yer alan katılımcılar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

³⁸¹ “Banking Regulations”, **Canadian Bankers Association**, (Çevrimiçi) <https://cba.ca/global-banking-regulations-and-banks-in-canada>, 02.02.2019.

³⁸² David Macdonald, “Addicted To Debt: Tracking Canada’s Rapid Accumulation of Private Sector Debt”, **Canada, Canadian Centre for Policy Alternatives**, June 2017, (Çevrimiçi) <https://www.policyalternatives.ca/publications/reports/addicted-debt>, 01.02.2019.

Tablo 3.5.: Kanada'nın Temel Finansal Otoriteleri

KURUM	TEMEL FONKSİYON
Maliye Bakanlığı <i>Department of Finance</i>	Kanada'daki bankaları ve diğer federal düzenlemelere sahip finansal kurumları düzenleyen yasal çerçeveden sorumludur.
Kanada Merkez Bankası <i>Bank of Canada</i>	Kanada'nın merkez bankası, para politikasını ayarlamaktan ve istikrarlı ve verimli bir finansal sistemi teşvik etmekten sorumludur.
Kanada Finansal Tüketici Ajansı <i>Financial Consumer Agency of Canada (FCAC)</i>	Federal olarak düzenlenmiş finansal varlıkların, tüketicinin korunma önlemlerine uymasını sağlar, finansal eğitimi teşvik eder ve tüketicilerin hak ve sorumlulukları konusunda farkındalıklarını artırır.
Kanada Mevduat Sigorta Kurulu <i>Canada Deposit Insurance Corporation (CDIC)</i>	CDIC, 1967'de Parlamento tarafından, üye mali kurumlarla yapılan başarısızlık durumunda biriktirilen paraların korunması amacıyla oluşturulan federal bir Devlet şirkettir. CDIC, 100.000 \$ 'a kadar olan mevduatları sigortalar.
Finansal Kurumlar Denetleme Ofisi <i>Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI)</i>	Kanada bankalarının ve diğer federal olarak düzenlenmiş finansal kuruluşların ihtiyati düzenleyicisi. Ayrıca Basel Komitesi ilkelerini ve rehberliğini Kanada'da uygulamaktan sorumludur. Bilgi paylaşmak ve federal hükümete mali sistem konularında tavsiyelerde bulunmak için düzenli olarak toplanan üst düzey hükümet temsilcileri komitesidir
Kanada Finansal İşlemler ve Raporlar Analiz Merkezi <i>Financial Transactions and Reports Analysis Centre of Canada (FINTRAC)</i>	Kanada'nın finansal istihbarat birimidir. Görevi kara para aklama tespiti yapmak, önlenmesi ve caydırıcılığını sağlamaktır.
Kanada Menkul Kıymetler Geçiş Ofisi <i>Canadian Securities Transition Office (CSTO)</i>	Kanada'da menkul kıymetler işlemlerinin düzenlenme sürecine öncülük etmek ve federal mevzuat üzerine hükümet ile birlikte çalışmak üzere kurulmuş bir federal kurumdur.

Kaynak: Canadian Bankers Association'ın sunduğu tablo geliştirilerek elde edilmiştir.

Ülkenin merkez bankası olan Kanada Merkez Bankası'nın (The Bank of Canada) dört ana sorumluluk alanı bulunmaktadır. Bunlar; para politikası, finansal

sisteme yönelik görevler, para tedavülü ile tedavüle çıkarılan paraların güvenli bir şekilde dolaşımında bulunması ve fon yönetimidir. Banka hükümet için bir tür mali ajan görevindedir.

Kanada'nın para politikasının amacı, enflasyonun düşük, istikrarlı ve öngörülebilir olmasını sağlayarak paranın değerini korumaktır. Kanada'da yaşam standartlarının iyileştirilmesi hedefinde bu amacın önemli bir etkisi yer almaktadır. Böylelikle Kanadalıların harcama ve yatırım kararlarını daha güvenle almalarını sağlayabilmelerine, Kanada ekonomisinde uzun vadeli yatırımların teşvik edilmesi ile istihdamın sürdürülebilirliğine ve daha fazla üretkenliğe katkı sağlanacağına inanılır. Para politikasının sınırlarını enflasyon kontrol hedefi ile esnek döviz kuru oluşturmaktadır. Bu iki unsur ile Banka, hesap verebilirliği tesis etmeyi amaçlamaktadır.

Finansal sistem içinde Kanada Merkez Bankası'nın konumu ise net bir şekilde belirlenmiştir. Kanada'nın finansal sistemi bankalar ve kredi kuruluşları gibi finansal kurumlardan, finansal piyasalar ve ödeme sistemlerinden oluşmaktadır. Merkez bankası ise bankalar, kredi kuruluşları, finansal piyasalar ve takas sistemini içeren istikrarlı ve verimli bir finansal sistem geliştirerek Kanada'nın ekonomik ve mali refahını artırmayı destekler. Banka bunu, likidite ve son kredi merci olarak merkez bankacılığı hizmetleri sağlayarak, kritik finansal piyasa altyapılarını denetleyerek, analiz ve araştırma yayınlayarak ve politika geliştirilmesine ve uygulanmasına yardımcı olarak sağlar.

Banka fon yönetimi görevi altında Kanada hükümeti adına, kendisi ve müşterileri için fon yönetimi hizmeti de sunmakta ve bu kapsamda hükümetin hazine yönetimini, Kanada'nın kamu borcu programlarını ve döviz rezervleri yönetimini yürütmektedir. Kanada Merkez Bankası para politikasının uygulanmasını kolaylaştırmak ve yurt içi finansal istikrarı desteklemek için Kanada'daki belirlenmiş ödeme sistemlerine dahil olan katılımcıları yönlendirmek için belirli bankacılık hizmetlerinin yanı sıra, finansal sisteme yönelik gelişen risklerin azaltılmasında öncelikli öneme sahip ödeme sistemleri olarak belirlenmiş finansal piyasa altyapılarına Kanada Doları ödeme, takas ve teminat hizmetleri sunmaktadır. Öte yandan Banka,

finansal sisteminin istikrarını desteklemek için bazı federal devlet şirketlerine Kanada Doları nakit hesapları ve menkul kıymet hesapları temini sağlamaktadır.³⁸³

Kanada kamu yönetimi tercihi gereği dünyanın en merkezi olmayan ülkelerinden biri olarak kabul edilebilir³⁸⁴ ve özellikle kripto paraya dönük yaklaşımı ve pilot uygulamaları özelinde de bu alandaki araştırmaları* ve regülasyon tutumu Kanada'nın âdemi merkezîyetçi uygulamalara en elverişli ülkelerden biri olarak görülmesini desteklemektedir.

3.3.3. Âdemi Merkezîyetçi Parasal Sistemde Ekonomi Güvenliği ve Küresel Finansal Güvenlik Ağı

İlgili vaka incelemelerinin de desteklediği gibi, âdemi merkezîyetçi yönetim modelinin iktisadi yönlerinin ayrılmaz bir parçası olan küresel finansal sistemin yaygın yönelimleriyle (merkezsizleşmenin temel saiklerine rağmen) paradoksal bir şekilde gelişen ulusal ekonomileri uluslararası bir merkezileşmeye yönlendirmesinde etkili olan unsurların başında yer aldığı gözlenmektedir. Merkez bankası bağımsızlığı normlarının belirlendiği ölçütlerin paralelinde, (özel bankacılık başta olmak üzere finansal sistemin tüm unsurlarıyla) yerel ögelerin hareket kabiliyetlerinin giderek sınırötesi kurallara bağlanmasının ulusal çıkarlarını tehdit ettiği gerekçesiyle küreselleşme merkezli söylemlerin özellikle gelişmekte olan ekonomilerde (bil hassa 2008 sonrasında) endişe ile karşılanmasını desteklemiştir.

Kriz sonrası hızla gelişen millileşme eğilimlerinin bir dayanağı da uluslararası düzenlemelerin sistemi standardize etmekle kalmayıp aynı zamanda küresel hareketlere karşı ülke ekonomisinin kırılganlık düzeyini yükseltmesidir. Karşılama ve kabullenme derecesi ne olursa olsun her koşulda merkezi olmayan ulusal

³⁸³ Core Functions, **Bank of Canada**, (Çevrimiçi) <https://www.bankofcanada.ca/core-functions/>, 03.02.2019.

³⁸⁴ Richard M. Bird, Almos Tassonyi, **Constraining Subnational Fiscal Behavior in Canada: Different Approaches, Similar Results?**, Ed. Jonathan A. Rodden, Gunnar S. Eskeland and Jennie Litvack, Cambridge: MA: MIT Press, 2003, p.85-132.

* Daha fazla bilgili için bkz. “**Kanada Merkez Bankası Dijital Para Birimleri ve Finans Teknolojisi (Fintech)**”, (Çevrimiçi) <https://www.bankofcanada.ca/research/digital-currencies-and-fintech/>, 03.02.2019.

tercihlere rağmen giderek uluslararası düzeyde merkezileşen mevcut küresel finansal sistemin güvenliğine yönelik belirli risk unsurlarının varlığı mevcudiyetini sürdürmeye devam etmektedir.

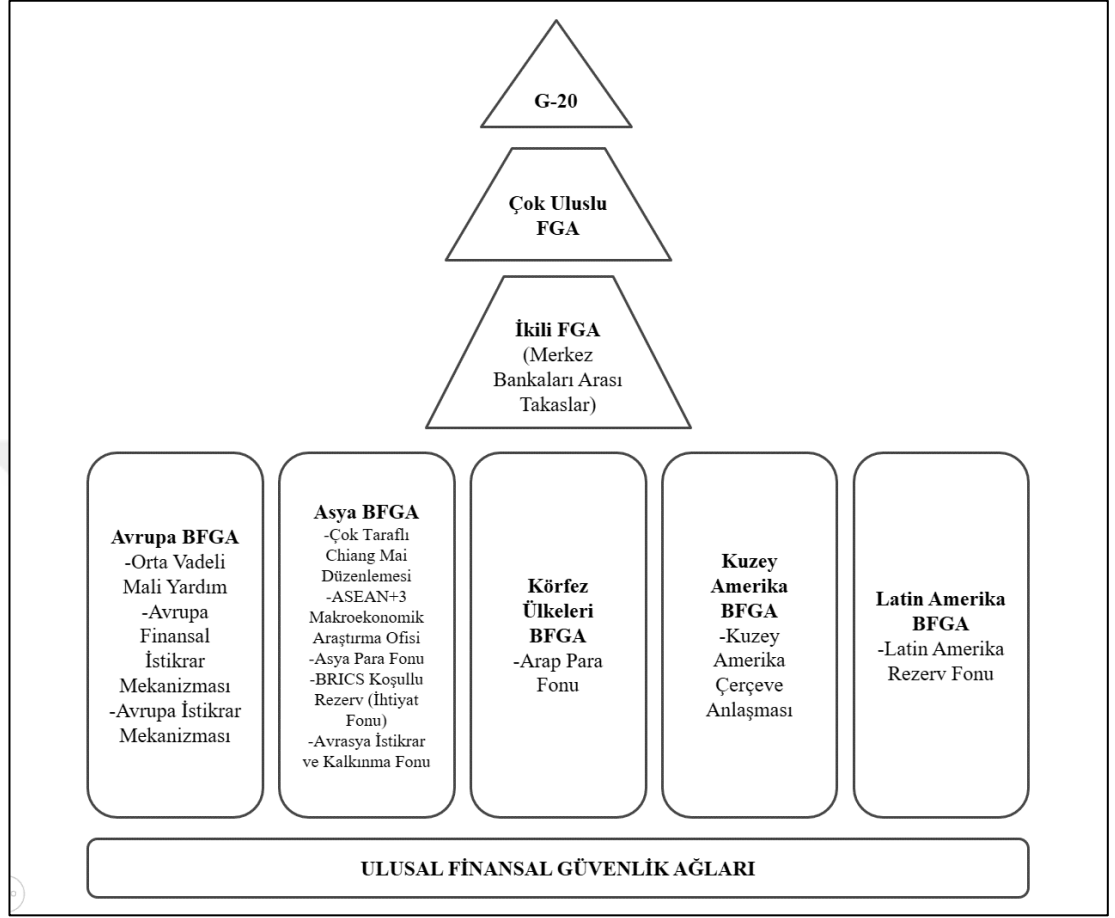
Uluslararası parasal sistemde ekonomi güvenliği kavramının ana unsurlarından birini Küresel Finansal Güvenlik Ağı (KFGA) konusu oluşturmaktadır. Her ne kadar teoride merkezsizleşme küresel risklere karşı sistemsel bağımsızlığı artırıcı bir yöntem olarak sunulsa da tümüyle ya da belirli unsurlarıyla merkezi olmayan bir para yönetimi sistemine dahil olan finansal aktörler (bu usulün genel kabul görmüş ilkelerinin gereklilikleri ile) küresel finansal sistemin bir parçası olarak, yapıda oluşabilecek güvenlik risklerinin de bir tarafı haline gelirler. Buradan hareketle, uluslararası ekonomi güvenliği kapsamında (Bretton Woods çatısı altında 1944’de merkezileşme yoluna giren uluslararası parasal yapının şekillenmesinin en önemli aktörü olan) IMF’nin faaliyetlerinin kurgulanmasındaki “çok taraflı güvenlik ağları” konusu karşımıza çıkmaktadır.

Günümüzde IMF dışında finansal güvenlik konusunda merkezi rol üstlenen G20 de mevcut finansal güvenlik ağlarının belirleyici tarafları arasında yer almaktadır. Çok katmanlı bir sisteme dahil olan KFGA’nın yapısı G20’yi takiben, IMF’nin gözetimindeki çok uluslu finansal güvenlik ağları (MFSNs-Multilateral Financial Safety Nets)³⁸⁵, merkez bankaları arasındaki ikili finansal güvenlik ağları (BFSNs-Bilateral Safety Nets), dünyanın çeşitli bölgelerinde kurulan bölgesel finansal güvenlik ağları (RFSNs-Regional Financial Safety Nets) ve ulusal finansal güvenlik ağlarından (NFSNs-National Financial Safety Nets,) oluşmaktadır. Bu çok katmanlı yapı aşağıdaki şekilde tasvir edilmektedir.³⁸⁶

³⁸⁵ “Adequacy of The Global Financial Safety Net—Considerations For Fund Toolkit Reform”, **IMF Policy Paper**, December 2017, International Monetary Fund Washington, D.C., (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/12/19/pp121917-AdequacyOfTheGFSN>, 25.06.2018.

³⁸⁶ Pradumna B. Rana, “The Evolving Multilayered Global Financial Safety Net: The Case of the Association of Southeast Asian Nations+3 Regional Financial Safety Net and the International Monetary Fund”, **ADB Working Paper**, No. 733, Asian Development Bank Institute, May 2017, Tokyo, p.3, (Çevrimiçi) <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/301281/adb-wp733.pdf>, 24.12.2018.

Şekil 3.6.: Çok Katmanlı Küresel Finansal Güvenlik Ağları



Kaynak: Pradumna B. Rana, 2017.³⁸⁷

FGA: Finansal Güvenlik Ağları, BFGA: Bölgesel Finansal Güvenlik Ağları

Ülke ekonomileri mali krizlerin doğuracağı menfi unsurlara karşı sistemin bağımsızlığının artırabilmek ve bu krizlerden korunabilmeyi temin edecek bir yapıya ulaşmak için çeşitli finansal güvenlik ağı sistemlerine yönelik kurgular geliştirmekte ve bu kurgular değişen ekonomik koşullara göre revize edilmektedir. Güvenlik ağları temelde bir ülke ekonomisi için ulusal anlamda finansal sisteminin sağlamlığını temin edecek merkez bankası ve bankacılık uygulamalarına yönelik düzenlemeler ile kriz esnasında düzenleyici kurumların müdahale alanlarının yanı sıra küresel anlamda IMF gibi çokuluslu kuruluşlardan dış yardım temin etmeye yönelik şartları da kapsamaktadır.³⁸⁸

³⁸⁷ A.e., Rana, p.4

³⁸⁸ A. Hakan Atik, “Finansal Güvenlik Ağına Bir Unsuru Olarak Mevduat Sigortası”, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., Haziran 2004, Ankara, (Çevrimiçi)

Avrupa İstikrar Mekanizması Örgütü'nün tanımına giren KFGA temelde, krize karşı ihtiyati sigorta sağlamak, krizler oluştuğunda likidite sağlamak ve sağlam makroekonomik politikaları teşvik etmek üzere üç temel hedef üzerine inşa edilmiştir.³⁸⁹ Uluslararası Para Fonu İcra Kurulu ise bu bağlamda 2016 yılından itibaren KGFA'ları güçlendirmek amacıyla Fon'un borç verme araç setini iyileştirme önerileri üzerinde çalışmaktadır. (2008 küresel krizi sonrasındaki gelişmeler bu çalışmaların temel gerekçelerini belirgin hale getirmiştir.)

Bu bağlamda IMF'nin kredi politikalarını bir nevi by-pass eden kredi marjları (Esnek Kredi Hattı ve Önleyici Kredi Hattı) ile 2008 küresel krizi sonrasında çok uluslu finansal güvenlik ağlarına yönelik bir takım değişimler yaptığı gözlenmiştir. Geçmişte, IMF'nin gelişmiş ülkelere sunabileceği likidite kapasitesinin darlığı (gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi) zaman içinde bu ülkeleri de döviz rezervlerini yükseltmeye yöneltti. 2009'da Londra'da gerçekleşen G20 Zirvesi'nde liderler IMF kaynaklarının artırılmasını talep ettiler ve hem bu durum hem de Euro bölgesi borç krizine yönelik gelişmeler neticesinde IMF kaynakları önemli ölçüde artırılmış oldu.³⁹⁰ Ayrıca, sermaye hesabı krizini önlemek ve daha etkin bir şekilde yönetmek için IMF, kredi politikalarını yenilemeye yöneldi. Bunlar, kurulmuş olan çeşitli koşullu finansman tesislerini veya çok uluslu güvenlik ağlarını (MFSN'leri) içermektedir. 2009 yılında IMF, güçlü politika çerçeveleri ve ekonomik performansta çok güçlü izleme rekorları olan ülkelere kriz önleme ve kriz azaltma kredileri için artan talebi karşılamak üzere tasarlanmış yeni bir Esnek Kredi Hattı (FCL- Flexible Credit Line) başlattı. Bir yıl sonra, sağlam bir politika sicil kaydını (politik istikrar tesisi) ve FCL gerekliliğini karşılamayabilen ülkeler için Önleyici Kredi Hattı'nı (PCL- Precautionary Credit Line) tanıttı. IMF'nin bir dizi ülkeyi eşzamanlı olarak finanse edeceği Küresel İstikrar Mekanizması önerileri de, üye ülkelere yeterli destek almadıysa da sonunda başlatıldı.³⁹¹ Bu yeniliklere rağmen, IMF'nin gelecekte bir krizi önleme kapasitesi şüpheli görülmektedir. Ülkeleri muhtemel bir krizin bulaşıcılığına

http://www.kalkinma.com.tr/data/file/raporlar/ESA/GA/2004-GA/GA-04-03-11_Finansal_Guvenlik_ve_Mevduat_Sigortasi.pdf, 06.01.2018.

³⁸⁹ European Stability Mechanism, (Çevrimiçi) <https://www.esm.europa.eu>, 23.12.2018.

³⁹⁰ G20 London Submit, Leaders' Statement, London, April 2, 2009, (Çevrimiçi) https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf, 31.10.2019.

³⁹¹ Rana, a.g.e., p.3.

karşı korumak için koşulsuz finansmana geniş çaplı erişim sağlayan IMF'nin Esnek Kredi Hattı, yalnızca Kolombiya, Meksika ve Polonya olmak üzere üç ülke tarafından kullanıldı.³⁹² Önleyici Kredi Hattı ise yalnızca Makedonya tarafından kullanıldı.³⁹³

2008 krizinin küresel kredi sıkışıklığı Fed'in Brezilya, Meksika, Singapur ve Kore Cumhuriyeti'ne ikili takas şeklinde 30 milyar Dolar sunması ise merkez bankaları arasındaki ikili finansal güvenlik ağları (BFSNs) konusuna örnek olarak gösterilebilir. Bu takaslar ahlaki tehlike riskinin gündeme geleceği ülkelere ABD Kongresi tarafından hediye olarak sunulduğu eleştirisi ile karşılanmıştır.³⁹⁴ Dolayısıyla küresel finansal güvenlik ağlarının yerel uygulamaların risklerinden koruma fonksiyonunu üstlenen bir uluslararası yaptırım gücü tesis edememesi halinde finansal krizlerin bulaşıcılığı ile mücadele edebilecek kabiliyetleri sunamadığı görülmektedir. Bu da finansal güvenlik ağlarının ekonomi güvenliğinin tesisi konusundaki fonksiyon eksikliğini işaret etmektedir.

Burada, mevcut küresel mimaride âdemi merkezîyetçi yönetim modelinin uzantısı olarak gelişen (ulusal ekonomiler nezdindeki yaptırımlarının tartışılır olduğu) bahse konu bu uluslararası merkezi yapılara entegre ekonomi güvenliği uygulamalarının bölgesel konsensüslerle tesis edilmediği görülmektedir. Bu şekillenme tüm iktisadi unsurları kapsayacak uluslararası bir uzlaşıdan ziyade, her bir ilgili çalışma başlığı özelleşmiş ve asgari düzeyde tutulmuş paydaşların ortaklığında geliştirilmiş bir finansal mimari kurgusuna dayanmaktadır.

2008 krizine dair yöneltilen eleştirilerin arasında her ne kadar IMF başta olmak üzere benzeri küresel örgütlerin çalışma ilkelerinin, sahip oldukları normların ve sundukları desteklerin ulusal bir âdemi merkezîyeti tesis ederken küresel bir merkezileşmeyi tetiklediği görüşü dile getirilse de (ana akım unsurların hakimiyetinin

³⁹² "IMF Flexible Credit Line (FCL)", **IMF Factsheet**, March 8, 2018, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/20/40/Flexible-Credit-Line>, 24.12.2018.

³⁹³ "Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and The Rapid Financing Instrument — Supplementary Information", **IMF**, p. 13, January 27, 2014, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/012714a.pdf>, 24.12.2018.

³⁹⁴ Rana, **a.g.e.**, p.4.

de bir sonucu olarak) KFGA'nın âdemi merkeziyetinin devam edeceği öngörüsü baskınlığını muhafaza etmektedir.

Öte yandan, krizler kadar teknolojik gelişimin de etkileri ile uluslararası parasal yapının şekillenmesinde ulusal düzeyde merkezsizleşmeye doğru bir sürecin de başladığı görülmektedir. Mevcut parasal sistemin *parasal tekillikten* (monetary singularity) *parasal çoğulculuğa* (monetary pluralism) doğru geliştiği bu süreçte, finansal yönetimin âdemi merkeziyetçi tercihinin güçlenmesi yönündeki gelişmeler hız kazanmaktadır. Kripto para ile paranın tüm ödeme fonksiyonlarını yerine getirmesi ve aynı zamanda toplulukların da tercih ettiği birlik parası olarak işlem görmesi şeklinde gelişecek çoğulcu bir para sistemin ancak merkezi olmayan bir parasal yönetim tercihinin fonksiyonu olabileceğine dönük kanaat, konunun bir yönüyle geleneksel parasal sistemle karşılaştırılmasından kaynaklanmaktadır. Bu karşılaştırma sonucu, yeni uygulamanın geleneksele göre daha esnek ve hesap verebilir olacağı yönündeki beklentiler de geleceğin beklenen parasal sisteminin daha fazla merkezsizleşeceği (âdemi merkeziyet derecesinin artacağı) öngörüsünü güçlendirmektedir.

Bu bağlamda parasal çoğulculuğu kabul eden düşünürlerden sosyolog Nigel Dodd'un görüşleri ayırt edici niteliktedir. Dodd paranın bir 'şeyi' değil, bir süreci ifade ettiğini savunur.³⁹⁵ Çeşitli biçimlerde var olan paranın çok daha esnek bir parasal sistemi destekleyeceği ve bu sistemin de ekonomik, sosyal ve politik hedeflere ulaşmak için daha faydalı bir şekilde düzenlenebilmiş olacağını iddia ederek (Georg Simmel'in para felsefesi görüşlerinin de etkisi ile) paranın ilerici potansiyeline dikkat çekmektedir.³⁹⁶

Dolayısıyla, teknolojik gelişim parasal çoğulculuk mekanizmasında da tek merkezli bir para tanımını zorlaştırmaktadır. Bu da konuyu konvansiyonel paradan teknik ve takibi merkezi olarak mümkün para akımına doğru ilerletmektedir. Merkez bankalarının para arzı konusundaki merkeziyeti dışlanırken, yerini teknolojik olarak

³⁹⁵ Nigel Dodd, "Redeeming Simmel's Money", **HAU: Journal of Ethnographic Theory**, 5 (2). p. 435-441, 2015, (Çevrimiçi) <http://eprints.lse.ac.uk/65135/>, 20.12.2018

³⁹⁶ Nigel Dodd, **The Social Life of Money**, USA, Princeton University Press, 2014, p.316.

merkezileşen bir sisteme devredecek yeni bir usûl (geçiş teknolojisi olma olasılığını da üstlenen) kripto para örneği ile karşımıza çıkmaktadır.

Bu bağlamda, e-paranın küresel gelişim sürecinde merkez bankalarının paranın güvenliğine yönelik rolü, onların merkezi olmayan taraflarını güçlendirirken, merkezi olan başka ve yeni bir alanı da beslemektedir. Özetle, merkez bankalarının âdemi merkeziyetçi fonksiyonları ile (kapitalizmin doğası gereği gelişmiş bir çelişkinin sonucu olarak) merkezi taraflarının kaçınılmazlığı olarak beliren her iki karşıt durumun farklı derecelerde bir arada olma zorunluluğu burada da kendisini göstermiş olmaktadır.

Âdemi merkeziyetçiliği savunan görüşçe, yerinde bir âdemi merkeziyetçi yönetim tercihinin kamu otoritelerine politikalarını daha etkin koordine etmelerine ve işlevler arasında ölçek ve kapsam ekonomilerini geliştirmelerine olanak tanıyacağı beklenmektedir.³⁹⁷ Bu yaklaşım harcama ve gelir merkezsizliği özelinde nispeten daha yüksek küreselleşme derecesine sahip ekonomiler için ekonomik büyümeyi artırma teşvikini vadetmektedir. Ekonomik büyümedeki eşitsizlikleri engellemek için ülkeye has potansiyeller özelinde belirlenecek stratejiler ile dengeli bir âdemi merkeziyetin merkezi hükümetin uzuvları için kontrollü ve ölçülebilir şekilde uyarlanması âdemi merkeziyetçi yönetim modelinin topyekun ret edilmesinin gücünü kırabilir. Güvenliğin bir unsuru olan eşitliğin tesisi için ise âdemi merkeziyetçi uygulamaların bir dereceye kadar tercih edilir bir yönetim tarzı olarak varlığını sürdürmesi mevcut küresel gelişmeler doğrultusunda olasıdır.

3.4. MERKEZ BANKACILIĞI ÖZELİNDE PARADİGMA DEĞİŞİMİ OLASILIĞI VE GELECEK BEKLENTİSİ

2008 krizi sonrası merkez bankacılığının fonksiyonel değişim olasılıklarına dair artan tartışmalarla birlikte merkez bankalarının para politikası denetimi vazifesi

³⁹⁷ “Fiscal Decentralisation and Inclusive Growth”, Ed. Junghun Kim, Sean Dougherty Launch, **OECD Fiscal Federalism Studies**, OECD Publishing, Paris/KIPF, Seoul, 2018, p.60, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1787/9789264302488-en>, 09.11.2019.

ve politik iktisada yönelik karar verici olma konularındaki rollerine dönük beklentilerin geliştiği gözlenmiştir. Bu bağlamda gelişen beklentiler genel olarak aşağıda yer alan unsurlar etrafında genellenebilmektedir. Bunlar:

- i. Piyasa-kredi riski tespitinde merkez bankasının görev ve sorumluluklarının gözden geçirilmesi ve merkez bankasına yönelik olası ihtiyaçların sınırlarının belirlenmesi,
- ii. Risk indirgeme ve artırım politikasında sermaye yeterliliği prensibinde merkez bankası ve paydaşlarının yetki sınırlarının güncellenmesi,
- iii. Kredinin el değiştirmesi durumunda yasal sermayenin korunması ve devri konularında merkez bankaları yetki düzenlemelerinin yeniden şekillendirilmesi,
- iv. Merkez bankasının para yaratma yerine likidite sınırı belirleme görevinin güçlendirilmesi,
- v. Merkez bankasının operasyonel ve sistemik risklerden ekonomiyi koruyabilme işlevinin yeniden gözden geçirilerek merkez bankası ihtiyacının yeniden belirlenmesi,
- vi. Hazinenin güvenlik çemberinden çıkarılması,
- vii. Bankacılık düzenleme ve denetim kurumlarından finansal sistem denetleme kurumlarına geçiş konusunun önceliklendirilmesi,
- viii. Sermaye piyasasına merkez bankası müdahalesinin sınırlarının belirlenmesi.
- ix. Sermaye gruplarına açılacak kredi miktarlarında pozisyon belirleme sürecinde merkez bankasının müdahale alanlarının netleştirilmesi.

2008 krizi etkisinde gelişen bu ve benzeri beklentiler başta olmak üzere, krizi tetikleyen unsurlar özelinde sunulan tespitlerin ve önerilerin bir kısmı tıpkı 1929'da olduğu gibi 2008'de yaşanan kriz ile de ekonominin ciddi bir paradigma değişimine uğradığı; esasında çoktan başlamış olan bir değişim sürecinin 2008 krizi ile hızlandığı ve netlik kazandığı; mevcut paradigmada herhangi bir değişimin olmadığı ve ekonomiye dönük paradigmaların geçerliliğini muhafaza ettiği; mevcut paradigmaların varlığını korumakla birlikte gelecekteki krizlerin de deneyimlenmesi ile ancak anlaşılabilen olası bir paradigma değişiminden söz edilebileceğine dönük

görüşler gelişmiştir. Bu görüş ayrılıklarının temelinde ise paradigma kavramına dönük anlayış ve beklenti farklılıklarının yer aldığı görülmektedir.

3.4.1. Merkez Bankacılığında Paradigma Değişimi Olasılığı

Paradigma kavramına dönük Thomas Kuhn'un tanımlamalarından ilerlendiğinde ekonomideki olası paradigmatik değişime dönük gelişmelerin varlığına dair yaklaşımlarda öncelikle paradigma kavramının kullanımı ile neyin kastedildiğinin anlaşılabilmesinin gerekliliği karşımıza çıkmaktadır. Buradan hareketle şu iki durumun varlığı dikkat çekmektedir. 2008 krizi sonrası belirgin bir hal aldığı iddiasında (i) ekonominin işleyişinde parasal yönetime dair yeni bilimsel gelişmelerin varlığına da işaret edilerek, değişen bilginin varlığının kendisinin bahse konu paradigmadaki değişimin neticesinden ileri gelebileceği düşünülebilmektedir. Bu kabulün karşısında ise (ii) bilimsel bir topluluğun ekonomiye dair kavramları yeniden tanımlama ihtiyaçları ve tesis edilebilmiş genel bir konsensüs haline karşın uygulamada teoriden kopulmadığı ve kapitalist öğretinin geçtiğimiz son yüz yıl içinde aynı düzlem üzere ilerlemeye devam ettiği görüşü yer almaktadır.

Sistemin tümüyle kökten değişmesi halinde ancak paradigma değişiminden bahsedilebileceği kabulünün temelinde ise paradigma değişiminin bilimsel bir devrim niteliğinde olması beklentisi yer almaktadır. Teoride değişim anlamına gelen bu durumda topyekûn yapılar ortadan kalkmış olur. Örneğin, neoliberal iktisat politikaları kendine yeni bir yaşam alanı buluyorsa, sonuç olarak paradigmatik bir değişimin olmadığı düşünülebilir.

Bu yaklaşımın karşısındaki değişim savunucuları ise değişimin, sistemin topyekûn lav edilmesi değil, mevcut tercihlerden vazgeçilmesi, sistemin yeni yaşam alanı bulması veya başka bir sisteme evrilmesinin belli bir aşamasına erişmesi durumları ile tezlerini desteklemektedirler. Dolayısıyla ilgili görüşe göre paradigmatik değişim için yapıların tümüyle yıkılmasına gerek yoktur. Yapıların işleyiş modelleri yapı organlarının değişimleri üzerinden gelişmesi halinde paradigmatik bir değişimin varlığının tartışılabilirliği anlaşılmaktadır. Bu da sistemdeki idari ve hukuki işleyişe dair değişimin de paradigmadaki bir değişimin tartışılmasına olanak vereceği anlamına

gelmektedir. Öteki türlü, sistemin tümüyle ortadan kalktığı bir değişim ise aynı zamanda teoride gerçekleşmiş bir değişimi nitelemektedir. Bu yaklaşıma göre paradigmadaki değişim aşırı reformist olmayabilir ve yapıların işleyiş modellerinin değişmesi sürecini de yüklenerek gelişmiş olabilir. Buradan hareketle, 1929'da ve 1945'te de kırılmalar yaşanmıştır ve 2008 sonrası değişimin bu kırılmalarla olan ortak tarafları ve bunlardan ayrılan yanları ile benzer bir kırılmanın neticesindeki paradigmatik bir değişim sürecini yansıtmaları da olasılıklar arasında yer almaktadır.

Buradan, değişimin gerçekleştiği iddiası ile Kuhn'un genel paradigma yaklaşımındaki bilimsel topluluk ilişkilendirmesine bir eleştiri getirilebileceği de anlaşılmaktadır. Sosyal bilimlerdeki kimi disiplinlerin hadiselerin gerçekleşmesinin üzerinden belirgin bir zamanın geçmesine duyulan ihtiyaç gerekliliği ile ancak bilimsel bir topluluğun ortak söylemi halini alabilmesi durumu (örneğin tarih disipliniinde görülebileceği gibi) hadiselerdeki paradigma değişimlerinin kabulünü veya tartışmaya açık hale gelebilmesini öteleyebilmektedir. Bu da tartışmaya konu edilen değişimin kökenindeki bilimsel unsurların gelişim sürecinde geçecek zamanı işaret etmektedir.

Öte yandan paradigma kavramının temelinde bir olaya karşı farklı bakış açıları ve dolayısıyla algı farklılıkları da yer almaktadır. Bu sebeple merkez bankacılığı özelinde gerçekleşmesi olası bir paradigma değişimi iddiası ile bu iddianın bilimsel olamayacağı yönündeki karşıt görüş arasında kavramsal bir algı farklılığının olması da doğal karşılanabilir.

Değişim tartışmalarına dönülecek olursa, refahın üzerindeki baskıları artıran unsurlardan başta artan kamu borçlarının gelişimi dikkate alındığında mevcut paradigmalara dönük kabullerden uzaklaşabilme olasılığının kendi içinde yavaş yavaş gelişen bir paradigma çözülmesinin belirtileri olarak değerlendirildiği de görülmektedir. Bu kapsamda modern para teorisinin kurucularından Bill Mitchell çoktan başlamış olan çözülmenin 2020 yılı ile birlikte Fed örneği üzerinden makroekonomideki paradigma değişiminin yeni bir aşamasının gelişmeye başlaması

ile devam ettiğini savunmaktadır.³⁹⁸ Tıpkı Mitchell gibi çağımızın ekonomik sorunlarına geçmiş paradigmalardan çözüm üretmediği ve istesek de istemesek de doğal bir şekilde kapitalizmin geçmişte olduğu gibi günümüzde de yeni paradigmalarla yoluna devam ettiği görüşünü destekleyenler, değişimi kabullenmeyenler içinse bilimsel değişimin tam da olması gerektiği gibi bir evreden geçtiği savını ileri sürmektedirler. Yani iddia ettikleri “gerçeklerin” ancak zamanla kabullenileceğini savunurlar.

Tüm bu görüş ayrımlarına karşın bilimsel bilginin değişimi temelinde merkez bankacılığının 2008 krizi ile paradigmal bir kırılmanın eşiğini aştığı ve böylelikle radikal bir değişime maruz kalmış olması için karşılaması beklenen asgari koşullar aşağıda sıralanmaktadır.

- i. Merkez bankalarının faaliyetleri nispetinde gelişen sorunlara mevcut paradigmalardan çözüm üretilemiyor olması
- ii. Mevcut paradigmalardan yetersizliği görüşünün yerine yeni bir paradigma konulabilmiş ve mevcut paradigmalardan içermediği yeni çözüm araçlarının uygulanmaya başlanmış olması
- iii. Merkez Bankacılığı ve para politikası uygulamaları özelinde bilimsel algıda meydana gelmiş bir algı kaymasının olması
- iv. Algı kayması üzerine genel bir konsensüsün sağlanmış olması
- v. Durgunluğa sebep olan kriz unsurlarına karşı geliştirilen standart dışı uygulanan yöntemlerin krizin etkileri süresince değil, uzun vadeli bir tercihe karşılık gelmiş olması,
- vi. Mevcut paradigmanın bir süreliğine terk edilmiş olmasının bilimsel bir devrime sebep olabilecek gerekli süreye kadar devam edebilmiş olması
- vii. Değişimin gereklilik görüşleri ile değişimin geçerliliği kanaatlerinin ayırt edilebilir olması, birbirleri yerine kullanılmıyor olması

³⁹⁸ Bill Mitchell, “US Federal Reserve Statement Signals A New Phase In The Paradigm Shift In Macroeconomics”, **Bill Mitchell’s Official Website**, 31.08.2020 (Çevrimiçi) <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=45699>, 10.10.2020.

- viii.** Kısmi bir paradigma değişimi görüşünün sunduğu eksikliği tamamlayıcı somut yeniliğin gösterilmesi suretiyle mevcut paradigmanın bütüncül bir değişime maruz kalacak ölçüde değişebilmiş olması.

Geçmişte bu şartların gerçekleştiği gelişmeler aranan paradigma değişimini net bir şekilde sergilemektedir. Örneğin Adam Smith'in analizlerine sermayedarı dahil etmesinde, 1929 krizi sonrası FED'in operasyonel ve kurumsal gelişiminde veya Keynesyen okulların bilhassa bilinen denge kuramının dışında bir denge algısında şekillendirdikleri görüşlerinde görülebileceği üzere o vakte kadar olan kabullerin dışında belirgin şekilde var olan algı kaymasının gerçekleşmesi ve bunun pratikte bir karşılığa tekabül etmesi gerekmektedir. Bu örnekler kapitalizmin ideolojik unsurlarını yıkıcı güçte, teorinin çökmesi üzerine bir değişime karşılık gelmemekle birlikte kapitalizmi daha önce tanımlanmış şekilde deneyimlenmemiş bir aşamasına taşıması itibarıyla paradigma değişimini yüklenmektedirler.

Soğuk Savaş sonrası deneyimlenmiş en büyük ekonomik kriz olan 2008 krizi, beklenenin aksine 1929 krizindeki gibi sisteme dair işleyişe yeni kurallar getirerek yapısal bir belirleyici olma rolünü üstlenemedi. Bu da 2008 krizi üzerinden küresel etkileri itibarıyla tarihsel bir örneğe sebep olmasına karşın, bu denli büyük bir ekonomik krizin de beklenen paradigma değişmesine doğrudan sebep olmaya yetmeyeceğini göstermiş oldu. 1929 krizi sonrasında olduğu gibi, 2008 krizi ile de beklenen paradigma kaymasına sebep olacak derinlikte değişimlerinin olmamasının gerekçelerinden biri krizin etkileri için alınan önlemlerde kamu yararı güdüsünün sınırlı düzeyde tutulması, sürdürülebilirliğinin olmayışı ve müdahalelerin reform sınırlarının uzağında, sektörel kalması gösterilebilir. Tartışmalı düzeydeki refah devleti farkındalığı ile kamu otoritelerinin sistematik müdahalelerle şekillenen kriz refleksleri doğrudan durgunluğun atlatılması üzerine odaklandı. 1929'daki gibi durgunluğa sebep olan unsurların dışında topyekûn tüm ekonominin işleyişinde derin bir değişime sebep olacak uzun vadeli müdahaleler gerçekleşmedi. Burada derinlikten kasıt kapitalizmin ideolojik konumunu etkileyecek nitelikte bir değişimin

boyutudur.³⁹⁹ Öte yandan krizin yarattığı durgunluğun ekonomik ve sosyolojik etkilerinin süresi ve şiddeti de değişimi doğrudan belirleyen faktörlerdendir. 2008 öncesi krizlerden elde edilen deneyimler ve öncesinde gerçekleşmiş paradigmal değişimler bu krize mevcut reçetelerle müdahale edilebilmesini kolaylaştırdı ve müdahalelerin sunulma hızı ve krizin etkilerinin hafiflemesine dönük geri dönüşler görece hızlı alınmış oldu. Krizi ortaya çıkaran unsurların ıslahı üzerinde bu reçetelerin niteliği garanti edilemese de sonuç itibarıyla iktisadi sistemin paradigmalarında değişime sebep olacak köklü bir müdahaleye de lüzum bırakmadı ve mevcut yapının korunması temin edilmiş oldu.

1929 krizi ile benzer şekilde 2008 krizi akabinde de yeni bir kriz olarak Avrupa’da bir borç krizi gelişti ancak savaşların 1929 krizinin üzerindeki baskısı ve krize dönük etkileri ile gelişen bedelleri ile krizin akut süresinin uzunluğu iki kriz arasındaki bir başka ayırt edici faktörü doğurdu. 1929 krizinin tetiklediği yeni krizlerin çeşitliliği ve bunların boyutu ile krize dönük çıkış yolu üretme sürecinin çözümsüzlükle neticelenmesi ilgili dönemde deneyimlenen paradigma değişimine zemin hazırladı. 2008 krizi ise Avrupa ülkeleri başta olmak üzere politika yapıcılarının tutumları özelinde belirleyici kırılmalara sebep olsa da bu gelişme iktisadi boyutundan ziyade doğrudan siyasal ve sosyolojik sonuçları olan bir alanı işaret etmektedir. Dolayısıyla 2008 krizi deneyimi (uzun vadeli etkileri saklı kalmak üzere) ekonomik olarak beklenen değişime karşılık gelmemektedir. Çünkü neoliberal iddiaların güç kaybetmesine ve Keynesçi politikaların yeniden parlamış olmasına rağmen ideolojik olarak beklenen kırılmanın gerçekleşemediği gözlenmektedir. Ancak bu durum 2008 krizinin gelecek için diğer ekonomik krizlerden ayrışmasına mani değildir. Zira bu kriz kendisinden sonraki krizlerin daha iyi okunması adına kendisinden önceki tüm krizlerden daha nitelikli bir örnektir. Bu özelliğinde ise kendisinden önceki krizlerden çıkarılan sonuçlarla birlikte gelişmiş olmasının büyük tesiri vardır.⁴⁰⁰

³⁹⁹ Gerassimos Moschonas, “Paradigm Shifts: The Covid-19 Crisis in The Light of The Great Depression and The 2008 Financial Crisis”, **In Depth**, Volume 17 Issue 4, July 2020, Cyprus Center for European and International Affairs, University of Nicosia, p.23-26 (Çevrimiçi) https://cceia.unic.ac.cy/wp-content/uploads/IN_DEPTH_2020_17-4.pdf, 10.09.2020.

⁴⁰⁰ A.e.

İktisat teorilerinin hayatın pratiğiyle uyumlama becerisi üzerinden geliştirilen eleştirilerde olası bir paradigma kaymasından kastın aslında “beklentileri” besleyen tespitler neticesinde geliştiği görülmektedir. Ancak majör merkez bankalarının resmi politikaları ve uygulamada başvurduğu araçları halen hâkim olan ana akım teorilerden tümüyle kopma noktasının uzağındadır. 2008 krizi özelinde ise merkez bankalarının bir süre için neoliberal uygulamalara kısmen ara verdiği deneyimlenmiştir. Ancak köklü bir değişimi sergileyecek paradigmatik bir değişimi temsil edebilmesi için yukarıda sıralanan unsurları aynı anda karşılayamadığı da gözlenmiştir. Bu sebeple ilgili unsurlar nispetinde 2008 krizinin merkez bankacılığı “kalıcı olarak” para ve politika yaratma becerisinde kriz öncesindeki paradigmalardan sunduğu reçetelerin dışına çıkmasını gerektirecek bir alana henüz ulaşabilmiş değildir.

3.4.2. Paradigma Değişimi Olasılığı Çerçevesinde Geleceğin Merkez Bankacılığı Beklentilerine Eleştiri

Merkez bankalarının fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı koruma vazifesinin gerekliliği üzerine gelişen tartışmalar 2008 sonrası küresel ekonomi gündemini şekillendirirken, bir yandan da bu kriz ve ardından Avrupa’daki Euro borç krizi merkez bankalarının kurumsal yapılarının yeni paradigmalardan çerçevesinde güncellenmesine yönelik yukarıda sıralanan beklentilere bankacılık özelindeki teknolojik yeniliklerin geliştirdiklerinin de eklenmesi ile gelişmeye devam etmektedir.

Kriz kaynaklı ataklar merkez bankalarının kurumsal açıdan tazelenmelerinin önünü açtı. Bu doğrultuda örneğin Fed’de yaşanan kurumsal gelişmelere gerekçe olarak küresel kriz sonrası para politikası yönetiminde yaşanan algı değişikliği gösterilebildi.⁴⁰¹ Eleştiriye son derece açık olan bu ve benzeri yaklaşımlar paradigmatik bir değişimin uzantısı olarak değerlendirilebildi. Başvurulan yeni yöntemlerin ve araçların, idari anlamda vuku bulan kurumsal güncellemelerin ve merkez bankaları başkanlarınca yapılan resmi açıklamaların satır aralarındaki bireysel görüşlere yapılan atıflarla merkez bankacılığı özelinde bir paradigma değişiminin gerçekleştiği

⁴⁰¹ “Interaction of Macropprudential Policy and Monetary Policy”, **IMF Policy Papers**, January 29, 2013, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012913.pdf>, 26.12.2018.

ispatlanmaya çalışıldı. Ancak sunulan delillerin içinde 2008 öncesindeki paradigmaların dışında gelişmiş olanlar veya geçmişte mevcut paradigmalar ile deneyimlenmiş uygulamalardan farklı olduğu yönünde genellenebilecek örnekler olarak gösterilemedi.

Tarihsel sürece dönüldüğünde para otoriteleri olarak merkez bankalarının denetleyici konumda olması veya yeniden düzenlemeye tabi tutularak kurumsal yapısının güncellenmesi gerekliliği yalnızca 21. yy'ın koşullarıyla gelişmedi. Örneğin, 19. yy Büyük Britanya'sında resmi olmayan bir denetim mekanizması geliştiren Bank of England'ın ülkenin taşradaki bankalarının çıkardıkları bonoların değerli metal olarak ödenmesini sağlamak suretiyle bankaların merkez bankası tarafından denetime tabi tutulduğu görülmektedir.⁴⁰² Geçmişte de görülebileceği üzere, (her ne kadar merkez bankalarının finans piyasalarının polisi olmaması gerektiğine ve bu işin devletin başka "bağımsız" mercilerince yapılmasına yönelik görüşler zaman içinde giderek yaygınlaşsa da) yetki ve sorumlukları nispetinde sistemi finansal piyasalar üzerinden gelecek her türlü iktisadi istikrarsızlıklardan korumak merkez bankalarından beklenen, alışılmış bir eylemdir. Merkez bankaları finansal yeniliklerin sadece takipçileri değil aynı zamanda doğrudan uygulayıcılarıdır. (Finansal yeniliklerin gelişmesinin başlıca nedenleri eksik piyasalar, asıl-vekil sorunu, eksik bilgi problemleri, yasal düzenlemeler, vergiler ve makro değişkenler ile varlık fiyatlarındaki oynaklıklara bağlanmaktadır.⁴⁰³) Dolayısıyla bu kabuller ve inanışlar çerçevesinde merkez bankalarının yeni geliştirilen finansal yeniliklerin bir parçası olmak üzere düzenli olarak gerekli kurumsal güncellemelere tabi tutulması için bir paradigma değişiminin gerekliliğine ihtiyacı bulunmamaktadır.

Öte yandan krizlerin ve deneyimlenen yönetsel tercihlerin sebep olduğu ya da gidermekte yetersiz kaldığı piyasa aksaklıkları da finansal yenilikleri tetikleyen nedenler arasında yer almaktadır. Bu durumda ise finansal krizden sonra gelişen finansal yenilikler, finansal aktörler tarafından olumsuz karşılanabilmektedir. Krizden

⁴⁰² Eagleton, **a.g.e.**, s. 311-312.

⁴⁰³ Hasan Cömert ve Gerald Epstein, "Finansal Yenilik Yazınındaki Son Gelişmeler", **ODTÜ-TEKPOL Working Paper Series**, Science and Technology Policies Research Center, STPS-WP-16/04, 2016, p.5, (Çevrimiçi) <http://www.stps.metu.edu.tr>, 14.10.2017.

önce kredi artışına, risklerin paylaşımına ve pazarların tamamlanmasına katkıda bulunup, gelişmiş ekonomiler için pozitif anlamda önemli bir etkiye sahip olduğu düşünülen finansal yenilikler hakkındaki yaygın görüşe karşın, krizden sonra bu söylemden uzaklaşarak, finansal yeniliklerin riskli olduğu ve belirsizliği artırdığı kanaati gelişebilmektedir. Kısaca, finansal yeniliklerin finansal varlıkların oynaklığını artırırken, bazı makro değişkenlerin oynaklığının azalmasında etkili olması 2008 krizinin derinliğinin artmasına neden olan unsurlar arasında gösterilmekle birlikte⁴⁰⁴ bahse konu yenilikleri yönetme sürecinde merkez bankalarının görev ve sorumluluklarında geçmiş paradigmalardan kaydığı yönünde uzun vadeli ve süreklilik arz eden somut bir gelişmeye rastlanamamaktadır.*

Kavramlara yüklenen anlamların farklı amaçlar doğrultusunda değişkenlik gösterebiliyor oluşu merkez bankalarının görev ve sorumlulukları için de geçerlidir. Merkez bankacılığına dönük güncel beklentilerin şekillenmesinin odağında merkez bankalarının “*Enflasyon Hedefi Belirleme Rolü*” ve “*İşlevsiz Finans Piyasasının Parasal Politikada Yaptığı Tahrifin Yarattığı İletim-Akış Dengesizliği*” yer almaktadır. Enflasyon hedefi belirleme rolü ile merkez bankalarının elindeki finansal araçlarla ekonominin üretim temelli makro iktisadi politikalarına dönük bir fonksiyon üstlenmesinin sakıncalarına odaklanılmaktadır. İşlevsiz finans piyasasının parasal politikada yaptığı tahrifin yarattığı iletim-akış dengesizliği ise ülkedeki parasal aktarım mekanizmasının merkez bankası fonksiyonlarından olumsuz etkilenmesi durumunu işaret etmektedir.

Bunların ekseninde geleceğin iktisadi sisteminde yer alması umulan merkez bankacılığının günümüzde eleştirilen alanları aşağıda genellenmektedir.

i. Merkez Bankalarının Politik Maliyeti: Bu maliyet merkez bankaları para politikasını belirlerken maliye politikası ile ters düştüğü noktalarda genel ekonomi politikalarının sistematığının bozulmasıdır. Politik maliyet sonuç olarak cari açığın artması ve ödemeler dengesinin bozulması anlamına gelmektedir. Bu durum sadece

⁴⁰⁴ A.e., s.20

* Finansal yeniliklerin gerçekleştirilmesi için yapılan çalışmaların finans sektörünün verimliliği üzerindeki etkileri bu tezin ana konusu değildir. Ancak bu çabaların büyüklüğü ile kapitalizm arasındaki ilişki teze ciddi bir veri kaynağı oluşturmaktadır.

maliye politikalarında kendisini göstermez. Merkez bankası tek başına bir para politikası belirleme kurumu olarak kurgulanması durumunda, bankanın politik maliyeti para politikalarını da bozar. Merkez bankasının para politikası belirlemenin bir unsurudur. Ancak para politikasının ekonomiden sorumlu devlet kurumlarınca belirlenmesi makro hedeflere daha sadık ve kararlı bir yönetim arayışına alternatif sunacaktır. Bu politika doğrudan merkez bankası tarafından belirlenirse banka bir politik maliyete maruz kalmış olmaktadır. Tıpkı 2008 krizi sonrası Almanya örneğinde görülebileceği gibi, Almanya para politikası belirlemede AMB'nın etkisini artırmaya başlaması ile birlikte geçmişte gerileme eğilimine giren ülkenin kamu borcu yeniden artış trendine geçmiştir.⁴⁰⁵

ii. Enflasyon Hedeflemesi Politikası: Enflasyon hedeflemesi politikasının yüksek faizle merkez bankası bilançosunda açıklara neden olması ve bunun bankacılık sistemine (kredi-mevduat oranlarında) yarattığı negatif yansımalar makro iktisadi görünümü olumsuz etkilemektedir. Enflasyon Keynes'in ifadesi ile bir para illüzyonuna sebep olarak ve adeta bir tür "*refah illüzyonu*" ile insanları aslında hiç olmayan bir büyümenin tesirinde bırakmaktadır.⁴⁰⁶ Her ülkenin mevcut finansal koşulları kadar toplam talep performansı, finansal istikrar ile fiyat istikrarı konularına yaklaşımı ve öncelikli finansal hedefleri ile enflasyonu hedeflenen düzeyde tutma araçları da farklılıklar gösterebilmektedir. Burada ehemmiyet arz eden husus eldeki araçların aynı zamanda fiyat istikrarı ve finansal istikrara karşı vereceği tepkilere göre araçların çeşitlenmesinin kaçınılmaz olmasıdır. Ancak bu araçların tespiti ve oransal etkisinin kontrol edilebilmesi merkez bankalarının işlev sorgusu ve etkinlik düzeyi alanlarına dâhil olan konulardır.⁴⁰⁷

⁴⁰⁵ Streeck, **a.g.e.**, s.83.

⁴⁰⁶ **A.e.**, s.73.

⁴⁰⁷ Bu bağlamda enflasyon hedefine ulaşılmasında kısa vadeli faiz oranı kullanımının tercih edilmesi sık karşılaşılan bir uygulamadır. TCMB örneğinde de görülebileceği gibi likidite yönetim araçları, haftalık repo faizi oranları, zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerine ulaşmada temel politika araçları arasında sıralanmaktadır. (Bkz. Kara, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, s.6.) Örneğin, enflasyon hedeflemesinde kısa vadeli faizlerin politika faizi olarak kullanılmasında piyasada oluşan getiri eğrisi kısa vadeli faizlerin bugünkü seviyesi ve gelecek dönemde alacağı pozisyon tarafından belirlenmektedir. Böylelikle piyasalarda oluşacak parasal durumu dikkate alan bankalar kredi faizlerini ve onların şartlarını belirleyebilirler. Politika araçlarından kredi kanalı ise merkez bankasının piyasaya kanalize ettiği kısa vadeli fonların ortalama maliyetini bir kontrol değişkeni olarak kullanması şeklinde uygulanmaktadır. Ancak geleneksel

iii. Merkez Bankalarının Enflasyon Hedeflemesi Sisteminin Yatırımları

Dışlama Etkisi: Merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi (enflasyonist baskı beklentisi yani beklenti yönetimi) yönündeki faaliyetleri ülkede yatırımları dışlama etkisi doğurur. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon ve faiz indirimleri arasındaki paralel hareket yatırımcıyı sürekli olarak faizlerin indirileceğine dair beklenti düzeyinde tutacağından, her faiz indirimi sonrası yatırım kararı bir sonraki enflasyon ve faiz makası beklentisine doğru kilitlenir. Bu şekilde yatırımcı faizlerin daha fazla ineceğine dair beklenti içinde nakit olarak mevduatta bekleme pozisyonu alabilir. Böylece hem enflasyon hedeflemesi hem de enflasyon ile birlikte hareket ettirilen faiz indirimleri yatırımda dışlama etkisi yaratabilmektedir.

iv. Merkez Bankalarının Enflasyon Hedefleme Programının Cari Açığa

Neden Olabilme Riski: Merkez bankaları, bankacılık sistemindeki açıkları dengelerken maliye politikasına zarar verebilir. Bu riski yaratması durumu merkez bankalarının enflasyon hedeflemesinin cari açığa neden olmasını açıklar. Bu durum merkez bankalarının yüklenebileceği politik maliyetle doğrudan ilgilidir.

v. Esnek Enflasyon Hedeflemesi Modeli:

Fed örneğinde görülebileceği gibi parasal genişleme-parasal daralma politikalarını sürekli uygulayarak uygun enflasyon modeline geçme eylemini temsil eder bu model. Hatta enflasyonda sabit bir enflasyon hedefi göstermek yerine (%2 gibi) net bir hedef vermeyip bir aralıkta kalarak (%2-6 arasında gibi) enflasyonun değişen bir endekste ilerlenmesi hedeflenebilmektedir. Bu durum dönemsel enflasyon yaratma riski doğurarak, uygulamanın kendisinin başlı başına bir enflasyon yaratma kaynağı olarak kabul edilmesine sebep olmaktadır.

vi. Merkez Bankalarının Takdir Organı Olma Maliyeti:

Merkez bankalarınca kura çıpa verilmesi, faize verilen ayar, enflasyona verilen oran bankanın

enflasyon hedeflemesinden farklı olarak piyasaya doğrudan yapılan fonlamanın ortalama maliyetini günlük olarak gözden geçirilebilmekte ve böylece merkez bankası likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetlerini yüksek frekansta etkileyebilmektedir. (Bkz. A.e., s.9.) Bu da doğrudan bankalar üzerinden yaratılan paranın iktisadi büyüme üzerindeki etkisini olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla, merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi ile üretime yönelik bir alana müdahil olma çabası genel makro ekonomik hedeflerin sürdürülebilirliğine katkı sağlayamamaktadır.

belirleyebildiği takdirlerdendir ve para politikasında takdir organı olma görevinin bir maliyeti bulunmaktadır. Merkez bankaları para politikasına odaklanarak belirledikleri takdirler ile finansal kararlar alınırken, bu tercihler ile doğrudan genel ekonomi politikaları alanına dahil olma riskini üstlenmektedir. Böylelikle merkez bankaları takdir organı olarak finansal politikalar aracılığıyla üretime dönük alana, yani reel politikalar olan ekonomi politikaları yönetimine müdahil olmaktadır. Oysa finansal alanı da kapsayan makroekonomi politikalarında tüm ekonomik aktörler ve iktisadi kesimler dikkate alınmak durumundadır. Merkez bankalarının finansal politika hedefleri ve araçları ile ekonomi politikalarını yönetilmeye kalkışılması finansal politikaları ekonomi politikalarında ehemmiyet itibariyle daha ayrıcalıklı hale getirir. Öte yandan verilen takdir ile müdahil olunan iktisadi alanın makro ve mikro açıdan hangi faktörlerini etkileyeceği tam olarak belirlenememektedir. Dolayısıyla merkez bankalarının takdir ettiği finansal parametrelerin neleri, nasıl etkileyeceklerini tam olarak öngöremiyor olmakla reel politikada geriye dönüşü olmayan politik hatalara sebebiyet verilerek takdir maliyeti yaratılmaktadır.

vii. Enflasyon Hedeflemeye Karşı Parasal Hedefleme: Carney Teorisine göre merkez bankaları reel GSMH üzerinde çalışır ve Carney de bu bağlamda merkez bankalarının nominal GSYH üzerinde çalışması gerektiğini ve reel konulara müdahil olmamasını savunur (Nominal GSYH Hedefi). Burada merkez bankalarına önerilen merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi yerine parasal taban hedeflemesi yapmasıdır. Böylelikle merkez bankaları görev itibariyle enflasyonu değil parasal tabanı yönettiğini bilerek yetki alanı dâhilinde daha rasyonel bir faaliyeti yürütebilmiş olacaktır. Bu teori ile enflasyonun finansal bir aygıt olmaması sebebiyle merkez bankalarının enflasyon üzerinde belirleyici bir rolünün olmaması gerektiği vurgulanmaktadır.⁴⁰⁸ Kısaca, merkez bankaları fiyat istikrarını gözetirken enflasyon hedeflemesi ile finansal bir yaklaşımla reel alana dahil olarak enflasyonu belirleme vazifesini yüklenmesi gereken ekonomi ve maliye politikasının sınırlarına girmiş olmaktadır.

⁴⁰⁸ “Appointment of Dr Mark Carney as Governor of the Bank of England”, **House of Commons Treasury Committee**, Eighth Report of Session 2012–13, Treasury Committee: Evidence Ev 13, 19 April 2013, (Çevrimiçi) <https://publications.parliament.uk>, 21.12.2018.

viii. Sıfır Alt Bandı ve Negatif Faiz Eleştirisi: Merkez bankalarının sıfır alt bandı uygulamaları bankanın parasal tabanını tamamen ele geçirmesi ve kredi mevduat oranlarını bir süre sonra yukarı doğru çekebilecek olması ile eleştirilmektedir. Keza benzer şekilde negatif faiz uygulaması da fazla paranın ekonomiden dışlanması suretiyle sebep olunan parasal daralmadan ötürü eleştirilmektedir. Aksine, faiz negatifte tutuluyorsa hedef itibarıyla para piyasası değil üretim ve iş gücü piyasalarının önceliklendirildiği de düşünülebilir. Bu yolla elde edilen para piyasasındaki genişleme ülkede harcama bazında yüksek bir cesaret verir piyasalara. Ancak, bir yandan sadeleştirme düzenlemeleri uygulanırken ve diğer yandan da geç likidite penceresi ile yapılan yatırım faizleri oranı ile tasarruf faizleri oranını aynı düzeyde tutulması kararı merkez bankası üzerinden bir ekonominin makro iktisadi programına negatif tesir edecek bir unsur olarak gelişebilmektedir.⁴⁰⁹ 2008 küresel kriziyle beliren güçlü negatif şokun etkileri ile pek çok gelişmiş ülke merkez bankaları “Sıfır Alt Bandı” uygulamasına yönelerek, nominal faiz oranını sıfır alt bandı seviyesine çektiler ve krizin etkileri ile beliren gelişmelerin akabinde ilgili merkez bankaları başvurdukları parasal genişlemeye yönelik uygulamaları geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak yönettiler. Bu durum nominal faiz oranlarının sıfır alt bandını görmesinden kaynaklanan faiz politikası uygulamasının merkez bankalarındaki işlerliğini yitirmesine sebep olmuştur.⁴¹⁰

Özetle, bu eleştirilerin ortak noktası merkez bankacılığının bundan sonrası için rolünün ne olacağına dönük fikirlerin gelişimine kaynaklık etmeleridir. Merkez bankası fiyat istikrarından olduğu kadar sistemik finansal istikrardan da sorumlu ise (veya değilse) sistemik regülatörle ilişkisinin derecesi ve yönünün yeniden belirlenmiş olması gerekmektedir. Yukarıda sunulan eleştiriler ışığında gelecek merkez bankacılığının daha fazla müdahaleci ve devlet katılımı yüksek, sınırları daraltılmış

⁴⁰⁹ “Monetary Policy: A Narrow Normalisation Path”, **BIS Annual Economic Report**, 24 June 2018, p.25-39, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e.htm>, 20.12.2018.

⁴¹⁰ Halil Tunalı, Yusuf Yalçinkaya, “Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi Analizi”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 66, 2016/2, s. 64.

bir modelde seyretmesi olasıdır. Bu da merkez bankası bağımsızlığı konusunun yeni dönemde eskiye kıyasla çok da önemsenmeyeceği sinyallerini vermektedir.⁴¹¹

Gelişmemiş piyasalar, eksik ve yerinde olmayan hukuki düzenlemeler, denetleme mekanizmasının zayıflığı, siyasal zafiyetler neticesinde usulsüz uygulamalara göz yumulması (kayıрма, rüşvet vb.), manipülatif iktisadi eylemlere elverişli koşulların gelişimine izin verilmesi gibi durumlar beraberinde asimetrik küreselleşme ve asimetrik bilgi kaynaklarını oluşturmaktadır. Bunlar ise mevcut para politikasını etkinsiz kılabilceği gibi aynı zamanda para politikası için olası gelecek müspet gelişmeleri de olumsuz etkilemektedir. Bahse konu olumsuzlukların gelişimine zemin hazırladığı ya da engellenmesine yeterli çözüm üretmediği gerekçeleri ile de merkez bankalarının paradigmatik bir değişime maruz kalmaktan kaçamadığı iddia edilmektedir. Oysa bu yaklaşımda sübjektif bir yargının ötesinde olmamakla beraber, ilgili olumsuzlukları iyileştirme üzerine sunulan çözümler de temelde ana akım iktisadın savlarının dışında yer almamaktadır.

⁴¹¹ C.A.E. Goodhart, “The Changing Role of Central Banks”, **Financial History Review**, Volume 18, Issue 02, August 2011, p.148, (Çevrimiçi)
http://journals.cambridge.org/abstract_S0968565011000096, 06.12.2017.

SONUÇ

Kapitalizmin yerleşik iktisat öğretisine ait paradigmalarının 2008 krizi ile merkez bankacılığı özelinde bir kırılmaya maruz kaldığına dönük görüşler arasında iki yaklaşım özellikle belirginleşmektedir. Bu yaklaşımlardan ilki kamunun ekonomi üzerindeki genişleyen müdahale alanına ve bunun gerekliliğine dikkat çekerken, ikincisi ise tam tersi şekilde devlet müdahalelerini başlı başına krizlerin kaynağı olarak değerlendirir. Bu ikinci yaklaşımda bilhassa giderek hızlanan dijital ödeme yöntemleri ve sanal para gelişmeleri ile merkez bankalarının devlet müdahalelerinin bir unsuru olarak geleneksel fonksiyonlarını yitirmeye başladığına dikkat çekilmektedir. Buradan hareketle tezin çıkış noktası 2008 krizi etkisinde merkez bankacılığı yönetim tercihleri üzerinden uygulana gelen müdahalelerin iktisadi sistemin yapısal özelliklerinde kurumsal bir değişimin izlerini taşıyor olmasının araştırılmasıdır. Tezde 2008 krizinin parasal iktisat etrafında şekillenmekte olan yeni bir kapitalist anlayışa zemin hazırlamış ve merkez bankacılığının politika yaratma yetkisinden hareketle iktisadi sistem üzerinde işlevsel bir değişimin gelişmiş olma durumlarının anlaşılabilmesi amaçlanmıştır. İlgili hedef dikkate alınarak tezin omurgasının oluşturulmasında ise “2008 krizi etkisinde merkez bankacılığının para yaratma işlevinde paradigma değişimi gerçekleşmiştir” varsayımı dikkate alınmıştır.

Tezde olası bir sistemik farklılaşmanın takip edilebileceği somut alan olarak belirlenen merkez bankacılığına dönük gelişmelerin araştırma safhaları, öncelikle tarihsel süreç analizi üzerinden incelemeye dâhil edilecek unsurların ve bunların sınırlarının belirlenmesi ile başlatılmıştır. Bu doğrultuda parasal gelişmelerin ve bunların yönetsel sürecinin zaman içinde genişleyen tesir alanının kapitalizmin aşamalarına ve iktisadi krizlerin gelişimine dönük etkilerine odaklanılmıştır. Devamında paradigma kavramının tanımının ve merkez bankacılığında para yaratma süreci üzerinden olası bir paradigma değişiminin taşınması gereken koşulların sınırları belirlenmiştir. İlgili tanımlama ve sınırlar çerçevesinde yerleşik iktisat algısı temelindeki kapitalizmin kurumsal unsurları dikkate alınarak 2008 krizine dair tezde elde edilen bulgular günümüzde geçerli olan paradigmalara karşılaştırılmıştır. Sonuç

olarak 2008 krizi ile merkez bankacılığının para yaratma fonksiyonu özelinde müdahale sınırları genişletilmiş iktisat politikalarının mevcut paradigmada değişime sebep olduğuna dönük somut bir bulgu elde edilemeyerek, tezin hipotezi ret edilmiştir.

Kapitalizmin kurumsal unsurları dâhilinde kriz olgusunun kapitalizmle ilişkilendirilmesi tezin çıkış noktasını oluşturmaktadır. Buradan yola çıkarak yerleşik iktisadi görüşçe sistemin doğası gereği gelişmekte olan konjonktür dalgaları ile açıklanan ekonomik krizler, temelde yatırımlar üzerindeki harcama ve talep istikrarsızlığıyla geliştikleri için (kapitalizmin bugünkü kurumsal sınırlarının şekillenmesinde bir tür lokomotif görevi üstlendiğine inanılan) sermaye kavramı ve sermaye birikimi süreci ile ilişkilendirilebilmiştir.

Konjonktür dalgalarının art arda cereyan etmesi ile gelişen modern dönem krizleri eski “yokluk” tanımının aksine, “varlık içinde yokluk” şeklinde tanımlanan ve tüketim ile üretim arasındaki uyumsuzluktan beslenen büyük durgunlukların oluşmasına sebep olmaktadır. Kapitalizmin çevrimlerinin uzantısı olarak küresel sermaye hareketlerinin de etkisiyle sermayenin yenilenen birikim süreci ve ataklar halindeki büyümesi ile kar oranlarının düşmesi sonucunda oluşan evrelerin bir uzantısı da ekonomide gelişen durgunluklara iktisadi dengenin yeniden tesisi için devlet müdahalesinin kaçınılmaz olması durumudur. Fikrî gelişim aşamasında pek çok çelişkileri barındıran liberal iktisadi felsefenin bir uzantısı olarak kapitalizmin müdahaleler ile sonuçlanan uygulamaları, bu çelişkilerin pratikteki karşılıklarından biri olarak yorumlanabilmektedir. Benzer şekilde, kapitalizm tarihinde dönemsel olarak sermayenin ve para yönetiminin merkezileşme durumunun yükselişe geçip ekonomiye tekellerin hâkim olması da (sistemin gelişim evresinin belirleyici bir parçası olmasından da hareketle) yine bir diğer çelişkili bulunan alanı oluşturmaktadır. Zira, bilhassa neoklasik iktisadın denge kabulüne karşın küresel ekonominin giderek artan yapısal kırılganlık düzeyine tezat şekilde gelişen, dengeyi sağlamaya yönelik tüm düzenleme gayretlerine karşın büyüyen borç ekonomilerine mani olunamamasının da mevcut iktisadi paradigmaların tıkanıp savlarında yine kapitalizmin çelişkilerine birer argüman olarak sunulduğu gözlenmektedir. Böylelikle liberal iktisadi felsefenin kabullerine dayanan iktisadi değerlerin günümüzün pratik ihtiyaçlarına yaklaşabilme

ve bunları karşılayabilme gücünün yetersizliğine işaret edilmiş olmaktadır. Buradan hareketle devlet ve güç ilişkileri ekseninde, tekelci kapitalizmin öncesinden günümüze kadar geçen evrelerde liberal iktisadın bahse konu denge ve devlet müdahalesi yaklaşımlarına karşın, zaman içinde kapitalizm güç ile olan münasebetine dönük etki alanının siyasal iktisat kapsamında giderek genişlediği sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak bu çelişkilerin kapitalizmin çalışma prensipleri açısından bütünün aslı unsurlarını temsil ediyor olması ve bu unsurların birbirleri ile doğrudan ilişkilendirilebilmesi sebebiyle tezde kapitalizmin kurumsal unsurları birbirlerinden bağımsız şekilde değerlendirilmemektedir. Dolayısıyla çelişki olarak değerlendirilen unsurlarına karşın kapitalizmin kendine yeni yaşam alanları açması üzerine sonuçlanan tüm evreleri ve çevrimleri ile sistemin sürdürülebilirliğinin teoride desteklendiği kabul edilmiş olmaktadır.

Buna karşın sistem, düzenleme teorileri ile kendisini yeniden üretecek alanlar açarken, geleceğin olası konjonktür dalgalarının büyük durgunlukları tetikleyerek tahribatı kestirilemeyecek derinlikte risklerin gelişmesi ihtimalinin ise önüne geçilememektedir. Zira kapitalizmin kendi içindeki çelişkileri kadar bir yandan da sistemin yapısal özellikleri gereği kapitalizmin doğal kabul edilen bu krizlerinin kesin olarak öngörülmesini sağlayacak mekanizmalar üzerinde siyasal iktisadın doğurduğu müphem unsurlar gelişmektedir. Bu da erken uyarı mekanizmalarının beklendiği kadar verimli çalışabilmelerini engellemektir. Kısaca, yapının temel dinamiklerinin (sermaye birikimi ve hareketleri, piyasa yapısı, düzenleme unsurları başta olmak üzere) yanı sıra siyasal iktisat da sisteme dönük belirsizliklerin gelişimini desteklemiş olmaktadır. Buradan da anlaşılmaktadır ki krizler mevcut sermaye birikimi unsurları ile düzenleme tercihleri arasındaki beliren problemler sonucunda gelişmektedir. Dolayısıyla gelir kısıtı ile karşı karşıya kalan ücretli kesime karşın sistem sürdürülebilirliğini garanti altına alamama riski ile karşılaştığından, temelinde üretim faktörlerine dayanan reel sektör krizleri olarak gelişmekte olan modern krizler, böylelikle varlık içinde yokluk krizleri olarak tanımlanmış olmaktadır. Bu durumun varlığı da zaman içinde müdahale sınırlarının genişletildiği iktisadi uygulamaların gelişmesi sonucunu doğurmaktadır.

Kriz deneyimleri göstermiştir ki iktisadi krizlerin olası nedenlerinin başında asimetrik bilgi ve piyasa aksaklıkları ile birlikte, karar mekanizmasının piyasadaki belirsizliklerden olumsuz yönde etkilenmesi yer almaktadır. Bu olumsuzlukların gelişimine zemin sunan düzenleme eksiklikleri ise kapitalizmin kırılganlıkları ya da kapitalizmin otoritelerine alan açma gücünün yarattığı zaafılar olarak belirlemektedir. Neoliberal kapitalizmin temel ilkelerine rağmen başvuru şirket kurtarma operasyonlarının sistemde yarattığı çelişki ve bu operasyonlarda merkez bankalarının üstlendiği roller de kapitalizmin mevcut paradigmalarına ve kurumsal unsurlarına dönük güveni sarsarak yeni arayışların hız kazanmasını tetiklemektedir. Çünkü finansal krizleri önleme çabaları, kamuya yüklenen maliyetlerin oluşması ile sonuçlanan finansal krizlerden daha fazla tolere edilebilir bir çabadır ve daha az maliyetlidir. Buna rağmen krizlerin oluşumuna sebep olan faktörlerin gelişmesine izin verilmesi makul bir durum olarak kabul edilemezken, bir yandan da krizlerin sıklığının giderek artıyor olması kapitalizme dair müphem görünen alanları daha da genişletmektedir. Bunun en belirgin örneklerinden biri olarak da 70'lerde merkez bankalarının kamuyu finanse etmesindeki rahatsızlıklar ve giderek artan bağımsızlık konsantrasyonuna karşın, günümüzde merkez bankalarının yeniden kamu finansmanında rol almaya başlamış olmasıdır ki bu da merkez bankaları üzerinden kapitalizmin savlarına olan güvenin sorgulandığı bir alanı işaret etmektedir.

Buradan hareketle merkez bankacılığı özelinde olası paradigma değişiminin beklendiği alanlar arasında *“merkez bankalarının ekonomi politikası için doğrudan bir takdir makamı olmasının ekonomi üzerinde oluşturduğu riskler, para arzı ile ekonomiye müdahale etkisi temelinde paranın yaratılması sürecinde piyasa yapıcı ve düzenleyici fonksiyonlarının dezenformasyonlara sebep olma riski, enflasyon yönetimindeki fonksiyonları, yerel unsurlara odaklı özgün bir para politikası yürütücüsü olma yetisi, ekonomideki ağırlığının giderek artmasının ve esnetilen âdemi merkeziyet kurgusu yerini alan daha merkezi bir yönetim tercihinin doğurabileceği*

*riskler ile ekonomide manipölasyon unsuru olarak krizleri tetikleme riski” yer almaktadır.**

Pratikte ise 2008 krizi ile elde edilen deneyimlerden başta “erken uyarı mekanizmasının” tesis edilmesine dönük farkındalık artmıştır ve beraberinde bankacılık faaliyetlerinde sermaye ve likidite alanlarında çeşitli düzenlemeler geliştirilmiştir. Bu doğrultuda 2008 sonrası bankaların zararları bazı hallerde kendi işleyişleri aleyhine dahi olsa da bunları absorbe etmelerine yardımcı olan sermayenin niceliği ve kalitesi artırılmaya çalışılmıştır. Ek olarak, bankaların stres altında bile finansal yükümlölüklerini yerine getirebilmelerini sağlamak için yeni likidite gereklilikleri de getirilmiştir. Merkez bankaları ise bu aşamada finansal piyasaların şekillenmesinde bir tür piyasa yapıcı olarak müdahale unsurunun baş aktörlerinden olmuşlardır. Kriz ile gelişen sorunların giderilmesine dönük bu süreçte tercih edilen parasal genişleme, kamulaştırma, borç yapılandırması, varlık fiyatlarına müdahale ve sıfır alt bandı faiz uygulamalarıyla ise sermayenin yeniden dağılımının sermayedar lehine sonuçlanacak şekilde sistemin sürdürülebilirliği tesis edilmiştir. Bu gelişmelerin paralelinde paranın yaratılması özelinde ise merkez bankalarının geçmiştekinden farklı bir usule yönelmediği gözlenmektedir. Sonuç olarak 2008 krizinin merkez bankacılığı örneği üzerinden tercih edilen müdahale yöntemleri sosyal fayda ilkelerinin gözetilmemesi itibarıyla muhafazakâr neoliberal iktisat paradigmasının dışında yer almamıştır. Sınırları genişletilmiş müdahaleler özelinde sunulan teşvik paketleri ve kurtarma operasyonları vesilesiyle merkez bankalarının teze örnek teşkil edilen sıfır faiz oranı, sözle müdahale, parasal genişleme, geniş çaplı varlık alımları, döviz piyasası müdahaleleri üzerinden tercih edilen uygulamalar ile iyileştirmelerde toplumun geneline ulaşamadığı gözlenmektedir. Bu ise 2008 krizinin ve akabinde Avrupa’da baş gösteren borç krizinin 1929 örneğindeki kadar şiddetli bir durgunluğa sebep olacak kadar etkili olmaması ile ilişkilendirilebilmektedir.

* Merkez bankacılığı özelinde paradigma değişiminin vuku bulabileceği bu başlıca alanlarda her ne kadar henüz bir paradigma değişimine işaret edecek emarelere rastlanmış olmasa da ilgili konular mevcut iktisat paradigmasının gelişen iktisadi sorunlara çözüm sunmak için en fazla yoğunlaştığı alanları teşkil etmektedir.

Böylelikle 2008 krizinin gelişim evresi ve sonrası paradigmal değişime örnek olan tarihteki diğer büyük buhranlardan 1929 krizi ile benzerlikleri ve farklılıkları üzerinden mukayese edildiğinde de tezde sınırları belirlenen paradigma değişimini karşılayan kriterlere ulaşamamaktadır. 1929 krizi ABD ürünlerinin Avrupa pazarlarındaki arz fazlası ile tetiklenmiş doğrudan bir üretim-tüketim dengesizliği krizidir. Her ne kadar sonuçları itibariyle 2008 krizi de kökeninde yine bir üretim-tüketim dengesizliğini barındırsa da gelişim kanalı itibariyle başlangıçta finansal piyasalar kanalından gelişmiş bir kriz olarak belirmiştir. Kısaca, 1929 krizine nazaran 2008 krizi ekonominin daha büyük bir finansallaşmanın etkisine maruz kalması sonucu gelişmiştir. Ayrıca paradigma değişiminin vuku bulduğu krizlerin genel olarak akabinde takip eden krizleri tetiklemesi beklenmektedir. 1929 büyük buhranı 1931’de etkileri senelerce sürecektir İngiltere’deki kriz başta olmak üzere Avrupa’da art arda artçıların belirdiği krizler silsilesi ile sürmüştür. İki savaş arasında gelişen ve yaptırımları itibariyle sosyal fayda ilkesinin daha fazla gözetilmek zorunda kaldığı bu buhran beraberinde dünyada benzeri nadir görülür bir sefaleti getirmiştir. 2008 krizinin ardından Avrupa’da bir borç krizi gelişmiş ve bu kriz de yine büyük bir buhran sayılabilecek uzunlukta sürmüş olsa da gerek gelişim unsurları itibariyle gerekse sosyal boyutu bakımından 1929 krizi kadar derin bir çöküşe sebep olmamıştır. Diğer taraftan 1929 krizinde dönemin ABD hükümeti gerekli müdahaleler için uzun süre adım atmaya çekinmişken, 2008 krizinin ilk nüvelerinin gözlenmesi ile ABD hükümeti başta olmak üzere krizden doğrudan etkilenen ekonomiler derhal durgunluğun gelişimini önlemeye ve iyileştirmeye dönük eylemlere başvurmuşlardır. Müdahaleler zamanlama itibariyle farklılık arz ederken, 1929 krizi ile ABD ekonomisinin işleyişini yapısal olarak değiştirecek güçte ve kalıcı bir düzenleme atağına başvurulmuşken, 2008 krizine dönük müdahaleler ve düzenlemeler genel olarak belirli süreler için ve sisteme yönelik köklü değişimleri uyandırmayacak şekilde uygulanagelmıştır.

Paradigma değişiminin gelişmesi için mevcut paradigmanın güncel sorunlara yanıt veremiyor oluşu aranan en temel kriterlerdendir. Bunun yanında gerek doğa bilimlerinde gerekse sosyal bilimlerde bir paradigmanın değişmeye başladığı ya da değişmesi lüzumu konularında öncelikle değişimde aranması gereken koşulların sınırlarının belirlenmesi gerekmektedir. Bu gereklilikler çerçevesinde ise 21.yy’ın

yerleşik modern iktisadi yaklaşımlarının yapısal özelliklerinden kaynaklı olarak aynı kavramlardan farklı çıkarımlar elde edilmesi sonucunda araştırmacıları bekleyen bazı tuzaklar gelişmektedir. İlgili tuzakların gelişimi temelinde ise araştırmacıları içine çeken modern iktisat yaklaşımları ile neoklasik iktisat arasında bir tür sıkışmışlığın yer etmesi karşımıza çıkmaktadır. Öyle ki paradigmadan ve paradigma değişiminden kastedilenin ne olduğu tanımlanmadan, sınırları ve koşulları belirlenmeden yapılan iktisadi analizler her hangi bir uygulama örneği üzerinden bütün bir sistemin evirildiği, değiştiği ya da tümüyle geçerliliğini yitirdiği (veya bu durumların baş göstermeye başladığı) tespitlerini içerebilmektedir.

2008 krizi etkisinde vuku bulan müdahalelerin merkez bankalarının para politikası yaratması ve görevlerinden para arzı özelindeki konumu itibariyle mevcut paradigmaların dışında yeni bir paradigmanın sınırlarına dahil olabilmesi konusu tezde Thomas Kuhn'un paradigma ve paradigma değişimi yaklaşımı dikkate alınarak incelenmiştir. Kuhn'un bilimsel gelişmenin koşulu olan paradigmanın varlığının bilginin de özünü oluşturduğu varsayımı ile kapitalizmin kurumsal unsurlarını etkileyecek iktisadi faktörlere yönelik değişen bilginin 21. yy itibariyle kapitalizmin yeni bir paradigma değişimine maruz kaldığı düşünülebilir. Fakat eksikler barındıran bu tutum, değişimden beklenen kavramsal bir bütünle uyum sergileyememektedir. İlgili bakış açısında Kuhn'un varsayımının kısmen ele alındığı anlaşılmaktadır. Oysa, doğa bilimlerinden yola çıkarak bilimsel bilginin değişim koşullarında paradigma kayması için bilimsel devrimin gerçekleşmesine dikkat çeken Kuhn'un yaklaşımı ile Newton fiziği etkisindeki ana akım iktisatta vuku bulabilecek bir paradigma değişiminde nelerin karşılanması gerekeceği kolayca birbiriyle örtüşebilmektedir. Dolayısıyla gerek bilimsel bilginin radikal sayılabilecek bir düzlemde değişmediği, gerekse yine Kuhn'un paradigmanın tesisi ve değişimi yaklaşımdaki bilimsel konsensüsün sağlanması koşulunun bugün için kapitalizmin içinde bulunduğu evre itibariyle somut bir bilimsel çıktıya dayanarak desteklenemediği görülmektedir.

Tezde bilimsel bilginin değişimi temelinde merkez bankacılığının para yaratma fonksiyonunun 2008 krizi ile paradigmal bir kırılmaya maruz kalabilmiş olması için Kuhn'un paradigma yaklaşımı takip edilerek, sağlanması gereken şartlar

belirlenip, bu şartları topyekun karşılamış olması beklenmiştir. İlgili şartlar “*merkez bankalarının faaliyetleri nispetinde gelişen sorunlara mevcut paradigmlar ile çözüm üretilemiyor olması; mevcut paradigmların yetersizliği görüşünün üzerine yeni bir paradigma sunulabiliyor olması; mevcut paradigmların içermediği yeni çözüm araçlarının uygulanmaya başlanmış olması; merkez bankacılığı ve para politikası uygulamalarına dönük bilimsel algıda genel konsensüsün tesis edilebildiği kalıcı bir kaymanın meydana gelmiş olması; durgunluğa sebep olan kriz unsurlarına karşı geliştirilen standart dışı uygulanan yöntemlerin krizin etkileri süresince değil, uygulamada uzun vadeli bir tercihe karşılık gelmiş olması; mevcut paradigmanın sadece belirli bir süreye kadar terk edilmiş olmaması; mevcut paradigmadan uzak kalmanın bilimsel bir devrime sebep olabilecek gerekli süreye kadar devam edebilmiş olması; ve kısmi bir paradigma değişimi görüşünün sunduğu eksikliği tamamlayıcı önerileri ile mevcut paradigmanın bütüncül bir değişime maruz kalacak ölçüde değişebilmiş olmasıdır*”. Bu koşullardan hareketle merkez bankasının para yaratması ve ekonomide yaratılan paraya dair sunduğu düzenlemeler çerçevesinde piyasada etkili bir politika yapıcı olma fonksiyonunu yitirmeye başlaması savı üzerinden 2008 krizi ile desteklenir şekilde, paradigma değişimine sebep olabilecek tesirde somut bir bulgu elde edilememiştir. Paranın yaratılması sürecinde ticari bankaların tabi olduğu merkez bankaları düzenlemeleri ile yaratılan paranın piyasa etkinliğinin tesisinde belirleyici rol üstlenmeye devam etmesinin yanı sıra merkez bankalarının fiziksel paranın yaratılması konusundaki fonksiyonları da 2008 krizi sonrası paradigma değişiminin vuku bulabildiği bir düzleme kaymış değildir.

Paranın yaratılması örneğinde de görüldüğü üzere günümüz ekonomilerinde merkez bankasına duyulan ihtiyaç temelde geçtiğimiz yüzyıldan farklılık göstermediği gibi düzenleme ihtiyaçları daha fazla zaruri hale geldiği için bu gereklilik giderek güçlenmiştir de. Bu durum Fed’in kurulum süreci ve günümüzdeki karşılığı ile de örtüşmektedir. Öyle ki geleneksel merkez bankacılığında beklenen emisyon yönetimi, paranın fiziksel ve dolaşım güvenliği ile istikrarı sorumluluklarının yanı sıra günümüzde bankanın fiyat istikrarı ve finansal istikrardan sorumlu olması gerekliliği de geçerliliğini hala muhafaza etmektedir. Emisyon ve dolaşım konularının yanı sıra takas ve ödeme sistemleri açısından bir istikrar mekanizması vazifesi tesis eden

merkez bankalarının ekonomideki işlevselliği, varlıklarının ortadan kaldırılması halinde yine başka kurumlar üzerinden de olsa yerine getirilmek zorundadır. Ancak, merkez bankalarının kurumsal varlıklarının işlevliliğinin tartışıldığı ve ekonomide var olmadıkları bir kurguyu sunan pek çok analizde sorun merkez bankalarında aranırken, onların varlık gerekçelerini oluşturan unsurların geçerliliğinin ihmal edildiği görülmektedir. Benzer şekilde merkez bankalarının para arzını yönetme becerisinin yetersizliğini ve politikaları ile enflasyon yönetiminde de etkinliğini yitirdiğini savunan görüşlerin önemli bir kısmı enflasyon yönetimi konusunda en geçerli mekanizmanın merkez bankalarının elinde olduğu kabulüyle hareket etmektedirler.*

Küresel çapta etkili olsun ya da olmasın ulusal para bir devlet için sınır bütünlüğü, bayrak ve askeri unsurlar gibi güç kavramına dâhil bir konudur. Dolayısıyla milli paranın basım ve arz kontrolü de ilgili güç kavramına dâhil konular arasındadır. Bu doğrultuda paranın sanal olarak yaratılmaya başlanması ve dijital ödeme teknolojileri ile nakitten kopuluyor olması günümüz itibariyle onun bilinen geleneksel anlamda var olma durumunu ortadan kaldıracak düzeyde bir etkiyi doğuramamaktadır. Bu sebeple de tezde ret edilen hipotez ile paradan ve paralelinde merkez bankacılığından gelen gücün devletler özelindeki anlamının da hala birbirleriyle örtüşüyor olduğu anlaşılmaktadır.

Öte yandan emisyon ve para arzı kontrolü gücünü kriz dönemlerinde piyasa dengesinin yeniden tesisi adına bir tür müdahale aracı olarak kullanan merkez bankaları yerleşik kabule rağmen âdemi merkezîyetçi yönetim unsurlarını gevşetmiş olsalar da 2008 örneğinde görüldüğü üzere kısa zamanda eski çalışma prensiplerine döndükleri gözlenmektedir. Krizlerin merkez bankaları üzerinde bıraktığı asıl kalıcı etki ise ulusal düzeydeki âdemi merkezîyetçiliklerinden ziyade ekonomi güvenliği ve Küresel Finansal Güvenlik Ağları konuları ile ilgilidir. Bu konuların artan önemi ve

* Oysa enflasyon tek başına merkez bankasına ait olmayan, ekonomi yönetiminin çoklu aktör yönetimi dâhilinde sürdürülen bir konudur. Ancak genel eğilim hükümetlerin enflasyonun hesap verebilecek, kendilerine bağımlı mekanizmalarının yerine, çoğu kez yasal olarak kendilerinden bağımsız olarak idare edilen merkez bankalarının tek başına sorumluluk alanına terk edilmesi yönündedir. Ekonomideki tüm ilgili paydaşları ile ortaklaşa tesis edilmek zorunda olunan fiyat istikrarının sadece merkez bankalarına verilen sorumluluk itibariyle değerlendirilmesi, onların âdemi merkezîyetçi yönetim tercihi açısından da tam bağımsız olamayacaklarının bir uzantısı olarak sonuçlanmaktadır.

krizlerin de etkisi ile merkez bankaları uluslararası merkezileşme eğilimlerini artırmaktadırlar. Günümüz majör merkez bankalarındaki hâkim eğilimin daha merkezi ve geçen yüzyılın aksine bağımsızlık odağından uzak bir yönetim usulüne doğru evirildiği düşünülebilir. Bu süreçte ise yerleşik iktisat algısında âdemi merkeziyetin tanımının güncellediği ve yeni tanımın “*merkezsizleşmeden kastın, merkezin kabullerinin, eğilimlerinin, zaafiyetlerinin kısaca merkezin şartlarının iyi idrak edilmiş olmasına*” dayandırıldığı görülmektedir. Buradan hareketle, merkez bankalarının bağımsızlık sorgusunun ve ekonomi yönetiminde âdemi merkeziyetçilik hususunun bir sonuca bağlanabilmesi konuları ulusal ekonominin finansal güvenlik ağı kurgusunun net bir şekilde belirlenebilmesi ve işlevselliği için de belirleyici bir rol üstlenmektedir. Burada, uluslararası parasal sistemin ekonomi güvenliği kavramının ana unsurlarından olan Küresel Finansal Güvenlik Ağları üzerinde etkili olan yapıların söylem itibarıyla ulusal ekonomilerin idaresinde neoliberal âdemi merkeziyetçi yönetim sistemini kaçınılmaz bir tercih olarak görmekteki tutumları da dikkate alınmalıdır. Tıpkı para politikası mekanizması özelindeki özgün parasal sistem tercihi gibi ulusal finansal güvenlik ağının tesisinde de ülke ekonomisinin yerel şartlarına göre belirlenecek seçenekler üzerinden hareket edilirken bir yandan da uluslararası eğilimlerin izlenmesi ise mali krizlerin tahrip gücünün yönetilmesinde ve sistemin bağışıklığının artırabilmesinde değişen ekonomik koşullara karşı tercih edilebilecek bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu da ülkenin mali sistemi içindeki tüm ekonomik unsurlarının birbirleri ile etkileşimleri üzerinden gelişen sonuçları doğrudan kapsayan güvenlik çemberi alanının sınırlarının netleşmesi ve bu sınırların korunabilmesine hizmet edecek bir ekonomi politikası tercihinde bulunmak anlamına gelmektedir. Böylelikle merkez bankalarının ekonomide manipülasyon unsuru olarak krizleri tetikleme riskinin de giderilmesine katkı sağlanabilme alanı genişletilmiş olacaktır.

Tüm bunların paralelinde 2008 krizi sonrası yaygınlaşan merkez bankacığının paradigma değişimine dönük söylemlere kaynaklık eden yaklaşımlardan yapılabilecek bir genelleme durumu ise araştırmacılar için var olan tuzaklar olarak nitelendirilebilir. Bunlar, paradigmat değişimin başladığı ve değişimin gerekliliğinin kesinleştiği şeklinde gelişmiş iki farklı düzlemde belirlemektedir. İlki, özellikle yönetim

bilimleri ve ödeme sistemlerinde finansal teknolojilere odaklanan çalışmalarda görüldüğü üzere hızla yaygınlaşan dijital ödeme sistemi ve sanal para teknolojilerinin merkez bankası ihtiyacıyla ilişkilendirilmesiyle ilgilidir. Buradaki tutum merkez bankalarının 2008 krizi ile devlet müdahalelerinin birincil aktörü olması ve kriz döneminde âdemi merkeziyetçi yönetim tercihinden uzaklaşmış olduğu dikkate alınarak, krize kaynaklık da eden müdahalelerin uzun vadede çözüm olamayacağı çünkü geleceğin parasının merkez bankası dışında, teknoloji temelli olarak, özel teşebbüs merkeziyetinde olacağıdır. Paradigma değişiminin çoktan başladığını savunan bu yaklaşım ekonominin tümüyle tam liberal olması beklentisini taşımaktadır. Benzer şekilde yine paradigma değişiminin başladığını ancak ilkinin aksine bu sefer devlet müdahalesinin gerekliliklerinden kaçınılamadığı görüşü ile neoliberal iktisat politikalarını şekillendiren kuramlar üzerinde bir kırılmanın gelişmekte olduğuna da dikkat çekilmektedir. Bunlara karşın paradigma değişiminin henüz başlamadığının ama 2008 krizi ile değişimin gerekliliğine dikkat çeken çalışmalardaki 1980 sonrası neoliberal iktisat politikalarında ısrar etmenin gerekli büyümenin önüne geçecek hızda kriz gelişimine zemin hazırladığı görüşü de (paradigma değişiminin çoktan başladığı kabulü temelindeki her iki yaklaşımda olduğu gibi) kapitalizme yeni yaşam alanları açan görüşler arasında yer almaktadır. Tüm bunların haricinde, ikinci bir düzlemde gelişmiş, paradigmadaki değişimin gerekliliğini savunan ve konuyu temelde farklı bir saikle ele alan farklı bir yaklaşımla ise sistemin kurumsal unsurlarının topyekûn farklılaşacağı bir durum ancak paradigmal bir değişim olarak değerlendirilmektedir ve böylelikle de teoride değişim aranmış olmaktadır.

Paradigma değişimi konusunda bu ve benzeri farklı sonuçlar elde edilebiliyor olmasının nedeni ise paradigmal değişimin tanımına dönük tutum farklılıklarıdır. Olası bir değişim bir yanıyla, sistemin topyekûn değişimi değil, işleyişte mevcut tercihlerin değiştirilmesi suretiyle sistemin kendine yeni yaşam alanı açması olarak ele alınmaktadır. Bu yaklaşımın karşısında ise paradigmal bir değişimden söz edebilmek için değiştiği iddia edilen yapının tümüyle ortadan kalktığı bir değişim yani teoride gerçekleşmiş bir değişim yer almaktadır ve bu yaklaşımda diğer tutumun aksine mevcut sistemdeki idari ve hukuki işleyiş değişimi paradigmal bir değişim olarak kabul edilmemektedir. Bu zeminde araştırmacılar için beliren tuzaklar ise “(i)

paradigma kavramından neyin kastedildiğinin kesin bir şekilde belirtilmiş, (ii) değişim için gerekli koşulların çoğu kez net bir şekilde tanımlanmış ve (iii) işleyişteki her hangi bir düzenlemenin veya geliştirilen yeni araç setlerinin topyekun tüm sistemi etkileme gücüne sahip olmasına dair bilimsel bilgide ve beraberinde yerleşik bilimsel algıda konsensüsün sağlanmış olması” unsurlarının dikkate alınmaması ile gelişmektedir.

Tezde, Kuhn’un Newton fiziği prensiplerini temel aldığı paradigma yaklaşımı dikkate alınarak incelenen konuların ve elde edilen sonuçların gelecekte kuantum fiziği ve Einstein sonrası gelişmeleri kapsayacak şekilde yeniden değerlendirilmesi ilerdeki araştırmaların niteliğini yükseltecek bir tercih olacaktır. Öte yandan tezde bütüncül bir incelemenin avantajlarına karşın son dönem bağımsız çalışmalarla geliştirilen tartışmaların göz ardı edilmemesi tercih edilmiştir. 2008 sonrası paradigma değişimine dair farklı yaklaşımların sınıflandırılmasında ve genellemesinde modern iktisat okullarının doğrudan önceliklendirilmesi ilerleyen araştırmalarda alana sunulabilecek diğer değerli katkılar arasında yer alabilir.

Sonuç olarak kapitalizmin evirildiği küreselleşme sonrası aşamasında pek çok iktisadi alanda görülebileceği gibi paranın yönetimine dair alanda da müdahale sınırları giderek artırılmaktadır. Bilginin üretilmesi ve saklanmasında kilit bir rol üstlenen dijital çözümler ödeme sistemlerinin gelecek işlevinde yönetsel olarak belirgin bir farklılaşmanın gelişmesi olasılığını karşımıza çıkarmaktadır. Bu durum ise merkez bankalarını yeni düzenleme yolları geliştirmeye ve sanal para gibi teknoloji temelli yeniliklerin de birer tarafı olmaya zorlamaktadır. Ancak ilgili gelişmeler merkez bankalarının olmadığı, ulusal paraların ortadan kalkmaya başladığı görüşünü destekleyecek somut emarelerin karşılığı değildir. Buradan hareketle, Thomas Kuhn’un yaklaşımından yola çıkılarak paradigma değişiminin koşullarının sunulması temelinde merkez bankalarının geleneksel fonksiyonları ile günümüzün para politikası gerekliliklerini karşılama yeterliliğini sürdürüyor olmalarına, piyasalar açısından manipülatif sonuçlar doğurma risklerinin nedenlerine ve olası kurumsal dönüşümün taşıyabileceği anlamlara yönelik tespitlerin yer aldığı bu tezde, 2008 krizi etkisinde merkez bankalarının varlık, işlev ve işleyiş sistematığının paradigma değişimi ile sonuçlanabileceği belirgin bir duruma ulaşılamamıştır.

EKLER



Ek 1: Ülke Gruplarına Göre Toplam Küresel Sermaye Birikimi-I

(Cari fiyatlarla milyon ABD Doları)

Yıl	Dünya	Düşük Gelirli Ekonomiler	Alt-Orta Gelirli Ekonomiler	Üst-Orta Gelirli Ekonomileri	Yüksek Gelirli Ekonomiler	Yüksek Gelirli OECD Üyeleri	Yüksek Gelirli Olmayan OECD Üyeleri
1975	6635868,774	60593,35274	344108,8066	1508856,436	4722191,864	4596228,181	125963,6831
1976	7171361,722	61663,63975	386784,9819	1582023,337	5140770,734	4982800,496	157970,2383
1977	8070242,916	68210,59679	451653,4961	1734823,332	5815427,739	5630178,02	185249,7187
1978	9562691,544	79346,17018	517453,7162	1985292,603	6980454,711	6775898,385	204556,3254
1979	11005664,89	86233,90344	577623,0117	2283621,344	8058022,344	7782673,225	275349,1189
1980	12293177,79	93195,21114	716451,9214	2510914,811	8972430,95	8596240,848	376190,1022
1981	12552294,18	94219,12454	738799,8614	2605896,561	9113166,34	8699560,524	413605,8153
1982	12453711,29	98647,03991	743744,2948	2598955,423	9012285,283	8634025,561	378259,7219
1983	12775934,85	95665,75189	753071,4333	2601979,144	9325134,808	8976558,082	348576,7259
1984	13145782,15	89321,98876	764221,3252	2579472,372	9712676,141	9359946,616	352729,5244
1985	13517691,8	93905,24857	768543,0888	2473696,026	10181448,5	9841766,284	339682,2173
1986	15588775,75	100787,0888	705756,3469	2432758,213	12349356,4	12019626,46	329729,9457
1987	17648337,09	99259,53914	717865,2469	2528925,456	14302146,81	13921201,05	380945,7578
1988	19746914,44	105476,6007	801468,6331	2732005,592	16107793,32	15686870,95	420922,3669
1989	20673441,96	114479,544	819580,461	2895163,921	16844026,7	16362274,35	481752,3553
1990	22984660,15	119067,2061	888481,5087	3083358,55	18893535,35	18346300,08	547235,2659
1991	24111213,81	116463,4938	887094,7513	3149400,816	19958040,16	19360330,59	597709,5669
1992	25785531,75	109199,7152	1043331,89	3130196,277	21502577,1	20812948,63	689628,4786
1993	26297194,46	106075,1604	1048848,855	3442977,638	21699049,74	20971076,68	727973,0553
1994	28047521,52	90002,75712	1112198,458	3555404,181	23289640,73	22497805,42	791835,3091
1995	31101564,51	96527,93795	1239833,005	3919011,089	25845913,98	24981027,62	864886,3603
1996	31767954,12	111596,2613	1327395,751	4239986,283	26088704,56	25150351,29	938353,267
1997	31634667,72	114851,9718	1374731,492	4515714,341	25629105,05	24640177,82	988927,2295
1998	31429613,61	114278,8338	1224413,707	4390325,972	25700331,54	24782747,96	917583,5809
1999	32635439,24	113538,9328	1315901,27	4154865,822	27050857,2	26078418,06	972439,134
2000	33600916,27	111407,1307	1364236,042	4563675,147	27561320,41	26477873,3	1083447,111
2001	33416015,04	113544,3955	1371528,815	4623662,769	27306991,97	26272663,45	1034328,517
2002	34759609,36	117492,8445	1495401,704	4660535,882	28485870,45	27425736,52	1060133,931
2003	39013029,49	129553,5558	1695300,901	5204524,166	31983287,02	30840523,23	1142763,794
2004	43931867,66	145154,4494	1982600,921	6238514,038	35565174,51	34257275,52	1307898,997
2005	47601560,96	163890,0326	2312411,294	7513155,776	37611643,31	36086351,39	1525291,918
2006	51542595,69	179783,007	2739804,052	8929210,986	39693273,92	37967844,64	1725429,285
2007	58071767,43	213115,0125	3330015,786	11088866,78	43439132,57	41496666,04	1942466,534
2008	63642277,05	251153,5398	3843279,927	13541434,95	46005763,46	43748481,84	2257281,616
2009	60328510,11	257134,4881	3810654,297	13057792,72	43202372	41229872,38	1972499,617
2010	66010167,33	275221,6714	4645252,214	15760020,09	45329094,76	43043204,38	2285890,377
2011	73380189,54	315808,837	5326878,663	18837271,15	48899588,48	46180981,41	2718607,069
2012	74957856,67	358832,3812	5517875,945	20254563,51	48825940,08	45924832,13	2901107,949
2013	77039992,48	388150,2018	5758993,489	21610976,25	49281229,51	46276126,58	3005102,935
2014	78913668,06	417152,8392	6021941,538	22113005,16	50360880,64	47286594,34	3074286,297
2015	74696419,23	407386,5591	5984795,851	20854938	47448624,16	44659575,07	2789049,082
2016	75648868,11	411029,5227	6132288,555	20485217,19	48619643,08	45858420,35	2761222,725
2017	80439243,03	439723,1529	6604137,082	22637367,7	50757332,41	47785851,87	2971480,541

Kaynak: UNCTAD, 2018

Ek 2: Ülke Gruplarına Göre Toplam Küresel Sermaye Birikimi-II

(Güncel fiyatlarla milyon ABD Doları)

YIL	Dünya	Gelişmekte Olan Ekonomiler	Geçiş Ekonomileri	Gelişmiş Ekonomiler
1976	7171362	1459489,924	728778,6604	4983093,137
1977	8070243	1662449,525	786850,1671	5620943,223
1978	9562692	1907601,896	897318,9145	6757770,734
1979	11005665	2290676,949	972186,5745	7742801,363
1980	12293178	2727206,317	1012138,629	8553832,842
1981	12552294	2921473,593	978010,2406	8652810,344
1982	12453711	2827635,393	1025055,748	8601020,151
1983	12775935	2780230,066	1059746,133	8935958,648
1984	13145782	2831974,964	1009534,773	9304272,416
1985	13517692	2731740,884	989753,7086	9796197,211
1986	15588776	2692531,429	931603,8032	11964640,52
1987	17648337	2921078,986	885367,8895	13841890,22
1988	19746914	3317559,144	870340,397	15559014,9
1989	20673442	3621554,496	874111,6477	16177775,82
1990	22984660	4003095,344	874145,873	18107418,93
1991	24111214	4223870,77	838920,5771	19048422,47
1992	25785532	4616309,555	687507,9338	20481714,26
1993	26297194	5057507,569	630847,6705	20608839,22
1994	28047522	5421301,945	559353,5348	22066866,04
1995	31101565	6106449,219	544243,1552	24450872,14
1996	31767954	6657447,834	537429,6569	24573076,63
1997	31634668	6979419,243	557990,7033	24097257,78
1998	31429614	6573868,236	415470,818	24440274,56
1999	32635439	6694650,118	317789,6937	25622999,43
2000	33600916	7279221,751	378787,1302	25942907,38
2001	33416015	7193827,808	441786,919	25780400,31
2002	34759609	7385467,329	499947,9845	26874194,04
2003	39013029	8146983,804	618220,4451	30247825,24
2004	43931868	9510173,07	827829,0564	33593865,53
2005	47601561	11237871,18	1060653,625	35303036,15
2006	51542596	13097798,75	1365144,832	37079652,11
2007	58071767	15719732,97	1789457,338	40562577,12
2008	63642277	18354157,98	2288482,479	42999636,59
2009	60328510	18069375,44	1735449,324	40523685,34
2010	66010167	21809549,75	2106924,05	42093693,53
2011	73380190	25519305,63	2735370,217	45125513,7
2012	74957857	27235563,48	2915190,252	44807102,94
2013	77039992	28901088,71	3047431,273	45091472,49
2014	78913668	30116945,71	2772015,225	46024707,13
2015	74696419	29355424,12	1945556,678	43395438,44
2016	75648868	29273306,97	1797593,215	44577967,93
2017	80439243	31917658,15	2132202,606	46389382,27

Kaynak: Dünya Bankası,2018.

Ek 3: Seçili Ülkeler Yıllık Faiz Oranları

(Para Politikasına İlişkin, Yıllık Faiz Oranı - %)

Ülke	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ABD	0,13	0,13	0,38	0,63	1,38	2,38	1,63
Arjantin	9,50	26,86	33,00	24,75	28,75	59,25	55,00
Azerbaycan	4,75	3,50	3,00	15,00	15,00	9,75	7,50
Bangladeş	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Belize	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Beyaz Rusya	23,50	20,00	25,00	18,00	11,00	10,00	9,00
Brezilya	10,00	11,75	14,25	13,75	7,00	6,50	4,50
Endonezya	7,50	7,75	7,50	4,75	4,25	6,00	5,00
Filipinler	3,50	4,00	4,00	3,00	3,00	4,75	4,00
Güney Afrika	5,00	5,75	6,25	7,00	6,75	6,75	6,50
İsrail	1,00	0,25	0,10	0,10	0,10	0,25	0,25
İsviçre	0,25	0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
İzlanda	5,38	4,50	5,75	5,00	4,25	4,50	3,00
Jamaika	6,25	5,75	5,25	5,00	3,25	1,75	0,50
Katar	4,50	4,50	4,50	4,75	5,00	5,00	4,25
Kazakistan	5,50	5,50	16,00	12,00	10,25	9,25	9,25
Kırgız	4,17	10,50	10,00	5,00	5,00	4,75	4,25
Kore	2,50	2,00	1,50	1,25	1,50	1,75	1,25
Macaristan	3,00	2,10	1,35	0,90	0,90	0,90	0,90
Malezya	3,00	3,25	3,25	3,00	3,00	3,25	3,00
Meksika	3,50	3,00	3,25	5,75	7,25	8,25	7,25
Moğolistan	10,50	12,00	13,00	14,00	11,00	11,00	11,00
Moldova	3,50	6,50	19,50	9,00	6,50	6,50	5,50
Nepal	8,00	8,00	7,00	7,00	7,00	6,50	6,00
Özbekistan	12,00	10,00	9,00	9,00	14,00	16,00	16,00
Polonya	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Romanya	4,00	2,75	1,75	1,75	1,75	2,50	2,50
Rusya	5,50	17,00	11,00	10,00	7,75	7,75	6,25
Sırbistan	9,50	8,00	4,50	4,00	3,50	3,00	2,25
Sierra Leone	10,00	10,00	9,50	11,00	14,50	16,50	16,50
Singapur	0,64	0,68	1,23	0,96	1,52	1,86	2,51
Şili	4,50	3,00	3,50	3,50	2,50	2,75	1,75
Tayland	2,25	2,00	1,50	1,50	1,50	1,75	1,25
Türkiye	3,50	7,50	7,25	7,25	7,25	22,50	10,50
Vietnam	7,00	6,50	6,50	6,50	6,25	6,25	6,00
Yeni Zelanda	2,50	3,50	2,50	1,75	1,75	1,75	1,00

Kaynak: IMF Data, 2020.

Ek 4: Ülke Gruplarına Göre Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Cari Fiyatlarla (Milyon ABD \$) ve Oransal Değerlerle Giren Yatırımlar Akım Değişkenleri							
	Dünya	Gelişmekte Olan Ekonomiler	%	Geçiş Ekonomileri	%	Gelişmiş Ekonomiler	%
1989	196.939	30.391	15,43	18,30	0,01	166.543	84,57
1990	204.905	34.649	16,91	75,20	0,04	170.195	83,06
1991	153.973	39.310	25,53	203,52	0,13	114.480	74,35
1992	162.924	53.457	32,81	1.651,08	1,01	107.868	66,21
1993	220.110	75.689	34,39	3.024,71	1,37	141.404	64,24
1994	254.920	102.387	40,16	1.934,53	0,76	150.599	59,08
1995	341.527	117.765	34,48	3.998,51	1,17	219.764	64,35
1996	388.819	147.139	37,84	5.338,16	1,37	236.343	60,78
1997	481.490	185.391	38,50	9.806,72	2,04	286.294	59,46
1998	690.690	174.992	25,34	7.168,58	1,04	508.532	73,63
1999	1.076.318	216.249	20,09	7.131,78	0,66	852.939	79,25
2000	1.360.254	233.821	17,19	5.924,34	0,44	1.120.510	82,38
2001	772.783	216.608	28,03	8.257,96	1,07	547.918	70,90
2002	594929,3	171.859	28,89	10.046	1,69	413.025	69,42
2003	558863,86	203.895	36,48	17.833	3,19	337.137	60,33
2004	697169,93	267.305	38,34	28.944	4,15	400.868	57,5
2005	958515,77	339.992	35,47	30.794	3,21	587.601	61,3
2006	1.411.171	411.896	29,19	58.669	4,16	940.236	66,63
2007	1.909.234	537.894	28,17	86.930	4,55	1.283.808	67,24
2008	1.499.133	592.713	39,54	116.973	7,80	788.910	52,62
2009	1.190.006	473.893	39,82	61.327	5,15	654.387	54,99
2010	1.383.779	642.690	46,44	63.155	4,56	677.450	48,96
2011	1.591.146	687.511	43,21	78.793	4,95	824.293	51,80
2012	1.592.598	670.998	42,13	64.327	4,04	856.979	53,81
2013	1.443.230	674.658	46,75	83.955	5,82	684.260	47,41
2014	1.323.863	703.780	53,16	56.553	4,27	563.330	42,55
2015	1.774.001	752.329	42,41	37.224	2,10	984.105	55,47
2016	1.746.423	646.030	36,99	67.772	3,88	1.032.373	59,11

Kaynak: UNCDAT, 21.09.2017.

Ek 5: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Girişleri ve Çıkışları

Dünya ve Ülke Gruplarına Göre 2000-2016 -Cari Fiyatlarla (Milyon ABD \$)

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Girişleri					Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Çıkışları				
YIL	Dünya	Gelişmekte Olan Ekonomiler	Geçiş Ekonomileri	Gelişmiş Ekonomiler	YIL	Dünya	Gelişmekte Olan Ekonomiler	Geçiş Ekonomileri	Gelişmiş Ekonomiler
2000	1.164.956,07	90.003,05	3.166,97	1.071.786,05	2000	1.360.253,81	233.820,86	5.924,34	1.120.510,46
2001	684.972,46	59.187,05	2.523,24	623.262,17	2001	772.782,64	216.607,51	8.257,96	547.918,38
2002	502.477,03	44.654,06	4.049,37	453.773,60	2002	594.929,30	171.859,22	10.045,55	413.024,63
2003	537.856,50	48.228,59	10.505,68	479.122,24	2003	558.863,86	203.894,69	17.832,53	337.136,64
2004	909.346,80	118.149,39	13.661,41	777.536,00	2004	697.169,93	267.304,65	28.943,69	400.868,30
2005	841.091,51	118.350,81	18.046,36	704.694,35	2005	958.515,77	339.991,87	30.794,12	587.600,95
2006	1.360.036,07	209.329,59	30.146,85	1.120.552,61	2006	1.411.171,08	411.896,31	58.669,46	940.235,53
2007	2.176.587,14	283.555,04	49.473,38	1.843.545,44	2007	1.909.234,41	537.893,95	86.929,60	1.283.807,63
2008	1.717.455,87	288.598,91	60.029,37	1.368.791,02	2008	1.499.132,80	592.713,04	116.973,01	788.909,94
2009	1.102.091,29	249.270,60	38.315,78	814.490,27	2009	1.190.005,98	473.892,75	61.327,12	654.386,85
2010	1.386.061,22	373.905,68	50.394,17	961.715,40	2010	1.383.779,30	642.689,68	63.154,63	677.450,49
2011	1.576.041,05	390.443,03	55.640,68	1.129.935,58	2011	1.591.146,07	687.511,22	78.793,20	824.293,13
2012	1.388.455,34	381.408,90	32.946,89	974.079,29	2012	1.592.598,33	670.998,14	64.326,89	856.978,98
2013	1.399.483,26	432.766,14	75.773,29	890.920,06	2013	1.443.229,89	674.658,20	83.955,22	684.260,47
2014	1.253.158,65	472.745,24	72.743,25	707.634,91	2014	1.323.863,41	703.780,42	56.552,72	563.329,70
2015	1.594.317,21	389.267,01	32.142,45	1.172.867,10	2015	1.774.000,74	752.329,04	37.224,12	984.105,05
2016	1.452.462,62	383.429,29	25.095,95	1.043.884,44	2016	1.746.423,50	646.030,43	67.771,97	1.032.373,09

Kaynak: IMF, 2018.

Ek 6: Borç Kapitalizmine Dair Notlar

Artan borç yükünü merkez bankalarının gücüyle perdeleyebilmek sonu gelmeyecek bir uygulama değil ama yine de merkez bankalarınca bu konuda ısrarcı olduğu görülmekte. Draghi'nin Euro'yu korumak amacıyla savunduğu ve tamimiyle bağımsız olarak verilmiş bir karar olarak sunduğu borçlu devletlerden sabit fiyatla sınırsız tahvil satın alım uygulamasına¹ yönelik tepkilere ve Almanya Anayasa Mahkemesi'nin merkez bankasının tahvil alımına yönelik planının Avrupa Adalet Divanı tarafından incelenmesine karar verilmiş olmasına rağmen² kamu otoritelerinin bu tip uygulamalara yatkınları azalmamaktadır. Sorunlu Banka (Bad Banks)³ ile karşı karşıya olma riski bir yana, devletleri açıkça finanse etmeye başlayan bir merkez bankasının sergileyeceği politik taraf olma durumu da beraberinde kurumsal yapısının ve yönetim felsefesinin tümüyle değişiminin kabulünü de getirmektedir. Aksi halde eylem-söylem tutarsızlığının açıklanabilir bir yönü kalmayacaktır. Kriz öncesi büyüme rakamlarına ulaşmak için kamu borçlarının artırılması yönündeki eğilim sürdürüldüğü müddetçe biriken borçlar ve bunlardan doğacak riskleri sahiplenecek bir kurum bulunmadığı sürece borçluluk gerçeği kamunun en önemli ekonomik sorunlarından biri olmayı sürdürecektir. Riskleri her fırsatta üstlenmeye hevesli bir merkez bankacılığı anlayışı en iyimser yönüyle kısa süreli başarılarla sebep olabilir ancak bu başarı arkada büyüyen kamu borçlarının sistemi er geç tökezlemenin eşiğine getireceği geçmiş deneyimlerden yola çıkarak elde edilebilecek makul bir öngörüdür.

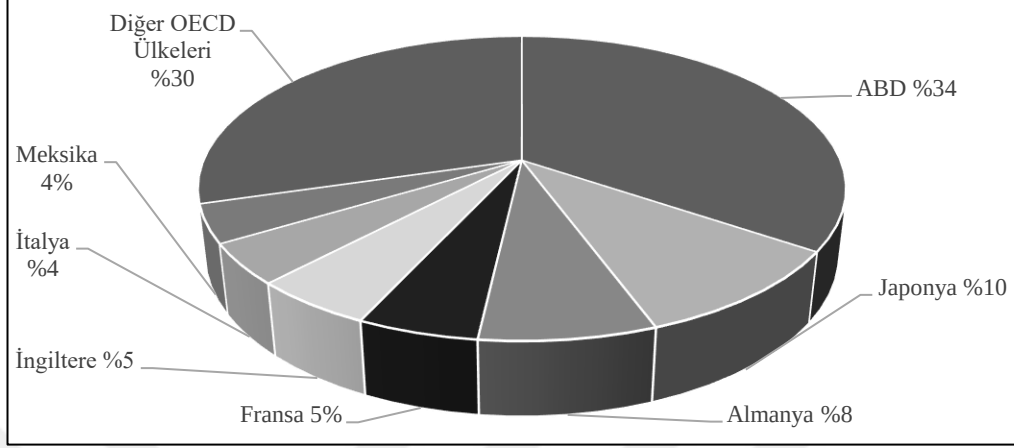
¹ Mario Draghi, Vítor Constâncio, "Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)", **ECB Press Conferences**, Frankfurt am Main, 6 September 2012, (Çevrimi) <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>, 04.03.2018.

² Zhang Danhong, "Is the ECB allowed to buy sovereign bonds?", **Deutsche Welle**, 12.01.2015. (Çevrimiçi) <http://www.dw.com/en/is-the-ecb-allowed-to-buy-sovereign-bonds/a-18186417>, 04.03.2018.

³ Martini et. al., "Bad Banks Finding The Right Exit From The Financial Crisis", McKinsey Working Paper, No. 12 August 2009, (Çevrimiçi) <https://www.mckinsey.com/business-functions/risk/our-insights/bad-banks-finding-the-right-exit-from-the-financial-crisis>, 25.02.2018.

Ek 7: Ekonomik Büyüklüklerine Göre OECD Ülkeleri

(2016 yılı için, Cari Satın Alma Gücü Paritesine Dayılı GSYH Verilerine göre)



Kaynak: OECD Compendium of Productivity Indicators 2018, OECD National Accounts Statistics, 2018.

Ek 8: Türkiye IMF İlişkilerine Kısa Bakış

Türkiye özelinde IMF ilişkileri 2008 öncesi, ilişkilerin aktif sürdürüldüğü döneme indirgenecek olursa, 2001 yılından itibaren IMF'nin kontrolünde sürdürülmekte olan iktisadi programda çizilen yol haritası Türkiye'nin küresel sistemde nasıl bir pozisyonda kalmasını istendiğini göstermektedir. IMF'nin o dönemde Türkiye'ye sunduğu programın makro iktisadi amaçları doğrultusunda yıllık büyüme ve enflasyon oranları dikkate alınarak, kamu otoritelerince ilgili göstergelere dönük hedefler sıkı sıkıya takip edilmiştir.⁴ Ancak, planlanan program çerçevesinde IMF uzmanlarının izlenimleri ve sundukları değerlendirmelerle görülmektedir ki Türkiye'nin küresel ekonomide yüksek reel faiz imkânları sunan bir ülke olarak şekillenmesi önceliklendirilmiştir.⁵

IMF için yapılan eleştirilerin başında kurumun uzun yıllar farklı sorunlara karşı aynı çözüm önerilerini sunmasının yanı sıra paydaşlarınca IMF'nin işleyişine dönük kurumsal güncelleme beklentilerine zamanında karşılık verilmiyor olmasıdır. Örneğin IMF'nin 1999-2000 yılında Türkiye'ye dövizde çıpa rejimini ve merkez bankasının vereceği kredilere kısıtlama getirmesi şeklindeki uygulamalarının IMF yetkililerince dahi bir hata olarak görülmesine karşın, sonraki eylemlerinde de bu tercihlerinden geri adım atmadığı görülmüştür. Ancak 11 Eylül'den sonra Türkiye'nin küresel siyaset açısından öneminin artması sebebiyle IMF'in ödeme tutumundaki olumlu değişimin, IMF çalışma usullerinin ne tür etkenler üzerine kurulduğuna dikkat çekmektedir. IMF uygulamalarının Türkiye'nin dünya siyasetinde üstleneceği yeni konuma göre tutum değiştirdiği gözlenmiştir.⁶

⁴ “IMF Approves Augmentation of Turkey's Stand-By Credit to US\$19 Billion”, **IMF Press Release**, May 15, 2001, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr0123>, 08.10.2016.

⁵ IMF Basın Bülteni: IMF Managing Director Sees Impressive Commitment by Turkey to Economic Reforms; Executive Board Approves US\$16 Billion Stand-By Credit, February 4, 2002, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr0207>, 08.10.2016.

⁶ Halil Tunalı, “2000 Sonrası Türkiye Ekonomisinin Yol Haritasının Bilinmesinde IMF'in Etkisi”, **2000 Sonrası Türkiye İktisadının Değişimi**, Der. Yusuf Alpaydın, Halil Tunalı, İstanbul, İTO Yayınları, Yayın No. 2011-31, 2011, s. 45-46.

Ek 9: 2019 Yılı İtibariyle Ödenmemiş IMF Kredileri

(31 Mart 2019 tarihi itibariyle aktif olan borçlar-SDR tutarı)

Üyeler	Toplam Tutar	Üyeler	Toplam Tutar
Afganistan	40,360,000	Kosova	128,375,000
Arnavutluk	291,495,000	Kırgız Cumhuriyeti	117,738,000
Angora	715,000,000	Lesotho	34,007,500
Arjantin	20,213,710,000	Liberya	154,437,400
Ermenistan Cumhuriyeti	231,278,346	Madagaskar	217,362,000
Bangladeş	585,106,200	Malawi	157,453,000
Barbados	35,000,000	Maldivler	512,5
Benin	112,436,000	Mali	224,900,000
Bosna Hersek	169,100,000	Moritanya	94,944,000
Burkina Faso	152,884,900	Moldova Cumhuriyeti	218,285,377
Burundi	39,800,000	Moğolistan	157,245,400
Kamerun	326,685,000	Mozambik	100,820,000
Orta Afrika Cumhuriyeti	144,310,100	Nepal	44,206,000
Çad	230,047,121	Nikaragua	15,985,000
Komorlar	6,808,500	Nijer	159,492,000
Kongo, D. Cumhuriyeti	69,290,200	Pakistan	4,153,000,000
Kongo Cumhuriyeti	2,417,145	Ruanda	144,297,000
Fildişi Sahili	981,702,800	Samoa	6,380,000
Kıbrıs	569,625,000	Sao Tome ve Principe	4,841,710
Cibuti	10,186,200	Senegal	19,416,000
Dominika	7,708,000	Seyşeller	24,343,766
Ekvator	731,330,000	Sierra Leone	258,680,500
Mısır	7,163,810,000	Solomon Adaları	2,035,431
Etiyopya	35,430,500	Somali	111,549,222
Gabon	285,720,000	Sri Lanka	715,230,000
Gambiya	29,211,000	Santa Lucia	2,221,000
Gürcistan	145,000,000	S. Vincent ve Grenadinler	4,419,750
Gana	844,351,000	Sudan	211,670,808
Yunanistan	7,587,683,343	Surinam	58,000,000
Grenada	16,589,000	Tacikistan Cumhuriyeti	39,145,000
Gine	231,150,501	Tanzanya	62,990,555
Gine-Bissau	24,211,000	Togo	118,647,500
Haiti	62,302,500	Tunus	1,253,753,400
Irak	2,162,675,000	Ukrayna	7,664,177,500
Jamaika	502,569,173	Vanuatu	13,812,500
Ürdün	458,138,375	Yemen Cumhuriyeti	101,799,500
Kenya	361,233,400	Zambiya	42,967,600
Toplam: 62,415,497,223 SDR			

Kaynak: IMF, 2019.

Ek 10: ABD’de Finans Piyasalarını Düzenleyen Başlıca Kurumlar

1. ABD Merkez Bankası (The Federal Reserve Board-Fed)
2. Hazine (Department of the Treasury)
3. Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (Securities and Exchange Commission-SEC)
4. Amerikan Bankacılık Denetim Otoritesi (The Office of the Comptroller of the Currency-OCC)
5. Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation-FDIC);
6. Emtia Piyasası Vadeli İşlemler Komisyonu (Commodity Futures Trading Commission-CFTC);
7. Ulusal Kredi Kuruluşları Otoritesi (National Credit Union Administration-NCUA)
8. Federal Konut Finansmanı Ajansı (Federal Housing Finance Agency-FHFA)
9. Tarım Kredi İdaresi (Farm Credit Administration-FCA)
10. Tüketici Finansal Hakları Koruma Ofisi (Consumer Financial Protection Bureau-CFPB)
11. Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (Financial Stability Oversight Council-FSOC)
12. Federal Finans Kurumlar Teftiş Konseyi (Federal Financial Institutions Examination Council-FFIEC)
13. Ulusal Sigorta Temsilcileri Birliği (National Association of Insurance Commissioners-NAIC)
14. Finans Sektörü Düzenleme Kurumu (Financial Industry Regulatory Authority-FINRA)
15. Ulusal Vadeli İşlemler Birliği (National Futures Association-NFA)
16. Belediye Tahvilleri Düzenleme Kurulu (Municipal Securities Rulemaking Board-MSRB)
17. Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (Financial Accounting Standards Board-FASB)
18. Kamu Gözetim Kurulu (Public Company Accounting Oversight Board-PCAOB)
19. Federal Sigorta Ofisi (Federal Insurance Office-FIO)
20. Mali Suçlarla Mücadele Ağı (Financial Crimes Enforcement Network-FinCEN)¹

Her eyaletin kendine has müstakil finansal piyasaları düzenleyici ve denetleyici kurumları da bulunmaktadır.

¹ Marc Labonte, “Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework”, **Congressional Research Service Report**, Number: R44918, August 17, 2017, (Çevrimiçi) <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R44918>, 04.12.2018.

Ek 11: Kriz Dönemlerinde ABD’de Destek Alan Kurumların Sayısı

Gözlem Tarihi	Kurum Sayısı	Gözlem Tarihi	Kurum Sayısı
1934-01-01	9	1976-01-01	17
1935-01-01	25	1977-01-01	6
1936-01-01	69	1978-01-01	7
1937-01-01	75	1979-01-01	10
1938-01-01	74	1980-01-01	22
1939-01-01	60	1981-01-01	40
1940-01-01	43	1982-01-01	119
1941-01-01	15	1983-01-01	99
1942-01-01	20	1984-01-01	106
1943-01-01	5	1985-01-01	180
1944-01-01	2	1986-01-01	204
1945-01-01	1	1987-01-01	262
1946-01-01	1	1988-01-01	470
1947-01-01	5	1989-01-01	534
1948-01-01	3	1990-01-01	382
1949-01-01	4	1991-01-01	271
1950-01-01	4	1992-01-01	181
1951-01-01	2	1993-01-01	50
1952-01-01	3	1994-01-01	15
1953-01-01	2	1995-01-01	8
1954-01-01	2	1996-01-01	6
1955-01-01	5	1997-01-01	1
1956-01-01	2	1998-01-01	3
1957-01-01	1	1999-01-01	8
1958-01-01	4	2000-01-01	7
1959-01-01	3	2001-01-01	4
1960-01-01	1	2002-01-01	11
1961-01-01	5	2003-01-01	3
1962-01-01	1	2004-01-01	4
1963-01-01	2	2005-01-01	0
1964-01-01	7	2006-01-01	0
1965-01-01	5	2007-01-01	3
1966-01-01	7	2008-01-01	30
1967-01-01	4	2009-01-01	148
1968-01-01	3	2010-01-01	157
1969-01-01	9	2011-01-01	92
1970-01-01	7	2012-01-01	51
1971-01-01	7	2013-01-01	24
1972-01-01	2	2014-01-01	18
1973-01-01	6	2015-01-01	8
1974-01-01	4	2016-01-01	5
1975-01-01	13	2017-01-01	6

Kaynak: Federal Reserve Economic Data, 2019.

Ek 12: Bölgesel Yatırım Düzeyleri (2000-2016)

(Milyar ABD \$)

ÜLKE GRUPLARI	YIL	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	YATIRIM (net)											
Gelişmiş Ekonomiler	Direk Yatırımlar	307.446	531.909	641.059	303.581	341.025	358.718	112.362	165.931	167.346	74.415	-180.700
	Diğer Yatırımlar	95.923	-90.377	-572.790	-287.240	63.941	-44.770	-215.110	245.114	263.934	183.463	55.705
	Portföy Yatırımları	-929.684	-1,005.963	-1,211.948	-376.380	-745.185	-900.721	-201.756	-360.846	-152.208	-20.029	428.936
	GSYH Oranı (%)	23.487	23.443	22.796	19.723	20.550	21.064	21.002	20.905	21.194	21.199	20.897
Euro Bölgesi	Direk Yatırımlar	199.572	122.078	332.382	41.638	84.310	130.307	58.177	36.822	81.304	263.125	199.859
	Diğer Yatırımlar	35.486	-59.380	-431.311	262.906	-46.916	133.483	240.648	521.783	144.642	-178.198	-371.965
	Portföy Yatırımları	-232.294	-171.057	-194.172	-346.983	-66.830	-349.565	-177.299	-169.645	43.675	135.493	526.373
	GSYH Oranı (%)	23.271	23.951	23.565	20.362	20.966	21.528	20.069	19.603	19.899	19.971	20.304
G7 Ülkeleri	Direk Yatırımlar	78.454	525.565	425.575	281.778	270.780	404.126	282.083	239.132	174.773	-93.468	-246.397
	Diğer Yatırımlar	58.541	51.196	-97.279	-185.808	-95.864	-199.303	-444.535	-358.388	-7.325	29.794	-10.938
	Portföy Yatırımları	-707.241	-1,039.910	-1,213.172	-171.883	-503.972	-851.309	-210.060	-312.539	-247.045	-4.949	156.284
	GSYH Oranı (%)	22.611	22.324	21.584	18.632	19.519	20.037	20.130	20.283	20.588	20.634	20.177
Gelişmiş Ekonomiler*	Direk Yatırımlar	20.003	9.239	17.715	21.857	93.896	-6.698	-35.054	25.532	-9.771	-85.451	-55.407
	Diğer Yatırımlar	-74.559	-84.917	-176.862	-113.996	-17.343	89.350	-101.767	144.225	108.107	-21.728	83.666
	Portföy Yatırımları	185.892	179.646	178.017	-108.022	-51.410	38.881	138.849	130.881	185.355	318.322	246.429
	GSYH Oranı (%)	24.575	25.157	25.112	23.044	24.281	25.094	25.263	25.348	25.641	25.798	25.260
YPE ve GOÜ	Direk Yatırımlar	-292.505	-441.394	-465.444	-326.357	-452.708	-531.622	-484.310	-482.784	n/a	n/a	n/a
	Diğer Yatırımlar	73.580	-188.635	220.975	-44.277	-23.827	169.198	411.696	79.782	n/a	n/a	n/a
	Portföy Yatırımları	83.082	-30.624	121.131	-85.882	-224.444	-149.888	-240.960	-160.147	n/a	n/a	n/a
	GSYH Oranı (%)	27.731	29.566	30.350	30.444	31.492	32.199	32.350	32.365	32.604	32.984	32.286

Kaynak: Dünya Bankası,2018. // YPE ve GOÜ: Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Gelişmekte Olan Ülkeler // * G7 -Euro Bölgesi Dışındakiler

Ek 13: British Academy İktisatçıların Kraliçe'ye Mektubu

PRIVATE AND CONFIDENTIAL
STRICTLY EMBARGOED UNTIL SUNDAY 26 JULY 2009 AT 00:01 HRS



BRITISH
ACADEMY

Her Majesty The Queen
Buckingham Palace
London
SW1A 1AA

10 Carlton House Terrace
London SW1Y 5AH
Telephone: +44 (0)20 7969
5200
Fax: +44 (0)20 7969 5300

22 July 2009

MADAM,

When Your Majesty visited the London School of Economics last November, you quite rightly asked: why had nobody noticed that the credit crunch was on its way? The British Academy convened a forum on 17 June 2009 to debate your question, with contributions from a range of experts from business, the City, its regulators, academia, and government. This letter summarises the views of the participants and the factors that they cited in our discussion, and we hope that it offers an answer to your question.

Many people did foresee the crisis. However, the exact form that it would take and the timing of its onset and ferocity were foreseen by nobody. What matters in such circumstances is not just to predict the nature of the problem but also its timing. And there is also finding the will to act and being sure that authorities have as part of their powers the right instruments to bring to bear on the problem.

There were many warnings about imbalances in financial markets and in the global economy. For example, the Bank of International Settlements expressed repeated concerns that risks did not seem to be properly reflected in financial markets. Our own Bank of England issued many warnings about this in their bi-annual Financial Stability Reports. Risk management was considered an important part of financial markets. One of our major banks, now mainly in public ownership, reputedly had 4000 risk managers. But the difficulty was seeing the risk to the system as a whole rather than to any specific financial instrument or loan. Risk calculations were most often confined to slices of financial activity, using some of the best mathematical minds in our country and abroad. But they frequently lost sight of the bigger picture.

Many were also concerned about imbalances in the global economy. We had enjoyed a period of unprecedented global expansion which had seen many people in poor countries, particularly China and India, improving their living standards. But this prosperity had led to what is now known as the 'global savings glut'. This led to very low returns on safer long-term investments which, in turn, led many investors to seek higher returns at the expense of greater risk. Countries like the UK and the USA benefited from the rise of China which lowered the cost of many goods that we buy, and through ready access to capital in the financial system it was easy

for UK households and businesses to borrow. This in turn fuelled the increase in house prices both here and in the USA. There were many who warned of the dangers of this.

But against those who warned, most were convinced that banks knew what they were doing. They believed that the financial wizards had found new and clever ways of managing risks. Indeed, some claimed to have so dispersed them through an array of novel financial instruments that they had virtually removed them. It is difficult to recall a greater example of wishful thinking combined with hubris. There was a firm belief, too, that financial markets had changed. And politicians of all types were charmed by the market. These views were abetted by financial and economic models that were good at predicting the short-term and small risks, but few were equipped to say what would happen when things went wrong as they have. People trusted the banks whose boards and senior executives were packed with globally recruited talent and their non-executive directors included those with proven track records in public life. Nobody wanted to believe that their judgement could be faulty or that they were unable competently to scrutinise the risks in the organisations that they managed. A generation of bankers and financiers deceived themselves and those who thought that they were the pace-making engineers of advanced economies.

All this exposed the difficulties of slowing the progression of such developments in the presence of a general 'feel-good' factor. Households benefited from low unemployment, cheap consumer goods and ready credit. Businesses benefited from lower borrowing costs. Bankers were earning bumper bonuses and expanding their business around the world. The government benefited from high tax revenues enabling them to increase public spending on schools and hospitals. This was bound to create a psychology of denial. It was a cycle fuelled, in significant measure, not by virtue but by delusion.

Among the authorities charged with managing these risks, there were difficulties too. Some say that their job should have been 'to take away the punch bowl when the party was in full swing'. But that assumes that they had the instruments needed to do this. General pressure was for more lax regulation – a light touch. The City of London (and the Financial Services Authority) was praised as a paragon of global financial regulation for this reason.

There was a broad consensus that it was better to deal with the aftermath of bubbles in stock markets and housing markets than to try to head them off in advance. Credence was given to this view by the experience, especially in the USA, after the turn of the millennium when a recession was more or less avoided after the 'dot com' bubble burst. This fuelled the view that we could bail out the economy after the event.

Inflation remained low and created no warning sign of an economy that was overheating. The Bank of England Monetary Policy Committee had helped to deliver an unprecedented period of low and stable inflation in line with its mandate. But this meant that interest rates were low by historical standards. And some said that policy was therefore not sufficiently geared towards heading off the risks. Some countries did raise interest rates to 'lean against the wind'. But on the whole, the prevailing view was that monetary policy was best used to prevent inflation and not to control wider imbalances in the economy.

So where was the problem? Everyone seemed to be doing their own job properly on its own merit. And according to standard measures of success, they were often doing it well. The failure was to see how collectively this added up to a series of interconnected imbalances over which no single authority had jurisdiction. This, combined with the psychology of herding and the mantra of financial and policy gurus, lead to a dangerous recipe. Individual risks may rightly have been viewed as small, but the risk to the system as a whole was vast.

So in summary, Your Majesty, the failure to foresee the timing, extent and severity of the crisis and to head it off, while it had many causes, was principally a failure of the collective imagination of many bright people, both in this country and internationally, to understand the risks to the system as a whole.

Given the forecasting failure at the heart of your enquiry, the British Academy is giving some thought to how your Crown servants in the Treasury, the Cabinet Office and the Department for Business, Innovation & Skills, as well as the Bank of England and the Financial Services Authority might develop a new, shared horizon-scanning capability so that you never need to ask your question again. The Academy will be hosting another seminar to examine the 'never again' question more widely. We will report the findings to Your Majesty. The events of the past year have delivered a salutary shock. Whether it will turn out to have been a beneficial one will depend on the candour with which we dissect the lessons and apply them in future.

We have the honour to remain, Madam,
Your Majesty's most humble and obedient servants

Professor Tim Besley, FBA
FBA

Professor Peter Hennessy,

British Academy Forum, 17 June 2009

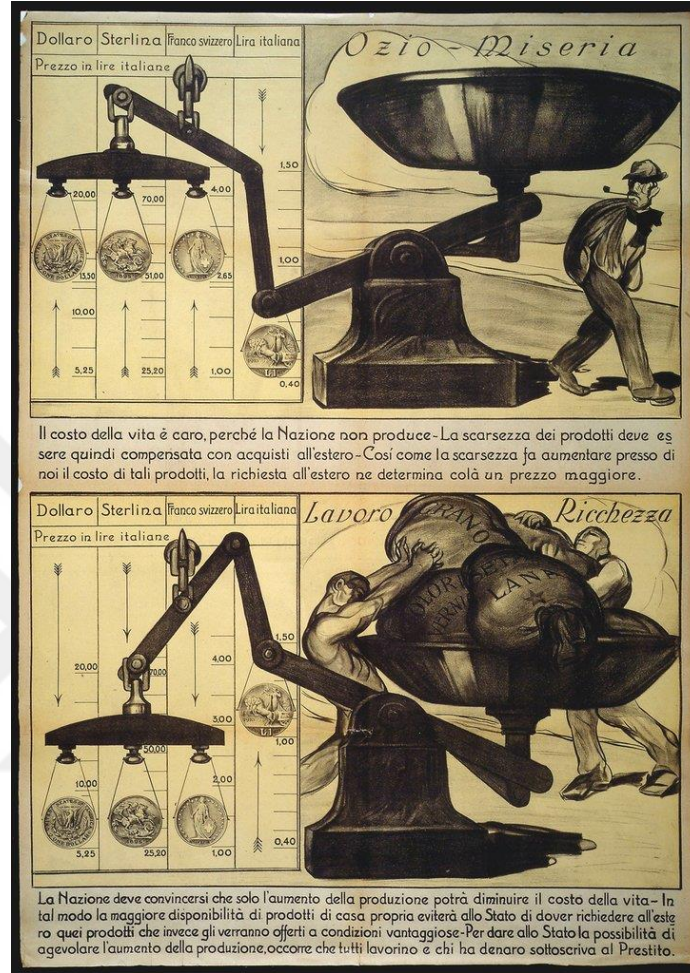
The Global Financial Crisis – Why Didn't Anybody Notice?

List of Participants

Professor Tim Besley, FBA, London School of Economics; Bank of England Monetary Policy Committee
Professor Christopher Bliss, FBA, University of Oxford
Professor Vernon Bogdanor, FBA, University of Oxford
Sir Samuel Brittan, *Financial Times*
Sir Alan Budd
Dr Jenny Corbett, University of Oxford
Professor Andrew Gamble, FBA, University of Cambridge
Sir John Gieve, Harvard Kennedy School
Professor Charles Goodhart, FBA, London School of Economics
Dr David Halpern, Institute for Government
Professor José Harris, FBA, University of Oxford
Mr Rupert Harrison, Economic Adviser to the Shadow Chancellor
Professor Peter Hennessy, FBA, Queen Mary, University of London
Professor Geoffrey Hosking, FBA, University College London
Dr Thomas Huertas, Financial Services Authority
Mr William Keegan, *The Observer*
Mr Stephen King, HSBC
Professor Michael Lipton, FBA, University of Sussex
Rt Hon John McFall, MP, Commons Treasury Committee
Sir Nicholas Macpherson, HM Treasury
Mr Bill Martin, University of Cambridge
Mr David Miles, Bank of England Monetary Policy Committee
Sir Gus O'Donnell, Secretary of the Cabinet
Mr Jim O'Neill, Goldman Sachs
Sir James Sassoon
Rt Hon Clare Short, MP
Mr Paul Tucker, Bank of England
Dr Sushil Wadhvani, Wadhvani Asset Management LLP
Professor Ken Wallis, FBA, University of Warwick
Sir Douglas Wass
Mr James Watson, Department for Business, Innovation and Skills
Mr Martin Weale, National Institute of Economic and Social Research
Professor Shujie Yao, University of Nottingham

Kaynak: Foundation for European Economic Development, (Çevrimiçi) <http://www.feed-charity.org/user/image/besley-hennessy2009a.pdf>, 31.05.2017.

Ek 14: “Laziness - Poverty, Work – Wealth” Posterı



1920, İtalya.

I. Dünya Savaşı'nı izleyen ulusal ekonomik krizin ortasında, İtalya'nın Kızıl Yılları olarak bilinen 1919-20 dönemine denk gelen bu poster, yaşam maliyeti ile bir ülkenin üretkenliği arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Üstte tembel bir işçinin uğradığı boş bir ölçek ve iki tane kaslı işçi tarafından “tahıl”, “yün” ve diğer ürünlerle etiketlenmiş torbalarla yüklenen iki görüntüyü gösterir. Posterin sol tarafında üç büyük para birimi olan ABD Doları, İngiliz Sterlini ve İsviçre Frangı karşısında değer kaybeden İtalyan Lirası'nın ve bu para birimleri karşısında olası değer artışının koşulu anlatılmaktadır. Posterin altındaki metin: “Ülke üretmediği için yaşam maliyeti yüksektir. Ürünlerin azlığı yurt dışından yapılan alımlarla telafi edilmelidir... Millet, sadece üretimdeki bir artışın yaşam maliyetinin düşmesine neden olacağına ikna edilmelidir...”¹

¹ World Digital Library, (Çevrimiçi) <https://www.wdl.org/en/item/17651/#q=economics>, 31.12.2019.

Ek 15: Değişen İktisadi Anlayış Savına Sunulan Argümanlara Örnekler

1. Değişen Risk Algısı

2008 krizi ile birlikte finansal istikrarın tesis edilmesinin yönündeki en önemli aşamalardan biri de sistemik risklerin azaltılması yönelik önlemlerin geliştirilmesidir. Merkez bankaları başta olmak üzere düzenleyici ve denetleyici kamu otoriteleri muhtemel bir krizin çözümünden önce, finansal bir krize sebebiyet verebilecek riskler üzerinde çalışmayı önceliklendirmeye ağırlık vermişlerdir. Bu kapsamda ekonomi otoriteleri yeni kurumsal örgütler ile süreci yönetmeyi tercih etmişlerdir. Örneğin Türkiye’de Maliye Bakanlığı uhdesinde Finansal İstikrar Komitesi, Avrupa’da ise Avrupa Sistemik Risk Kurulu oluşturulmuştur.² ABD’de ise 2010 yılında Dodd-Frank Wall Street Reform ve Tüketiciyi Koruma Yasası ile ABD’nin finansal piyasalardaki kuruluşların ve finansal işlemlerin düzenlenmesine* yönelik hukuki adımlar atılmıştır.³

Sistemik risklerin yönetilmesi sürecinde değişen risk algısı ile birlikte risk göstergelerinin yeniden düzenlenmesi süreci başlamıştır. Bu gelişmelere karşılık politika yapıcıların hızla güncellenmesi ve zamanında önlemler alınabilmesi ile risk unsurlarının ölçümü konuları makro ihtiyati önlemler kapsamında yeniden ele alınmıştır. Sistemik risklerin yönetilmesinde hem ulusal hem de uluslararası çapta politika yapıcıların ve düzenleyici kurumların senkronize hareket edebilmesi öncelikle finansal sektör özelinde görülse de, aynı zamanda tüm ekonomiyi önemli ölçüde

² Daha fazla bilgisi için;

(i) Finansal İstikrar Komitesi: <https://hazine.gov.tr/finansal-istikrar-komitesi>, 18.11.2018.

(ii) Avrupa Sistemik Risk Kurulu (European Systemic Risk Board), (Çevrimiçi) <https://www.esrb.europa.eu>, 18.11.2018

* Bkz. Ekler: ABD Finans Piyasalarının Düzenleyen Başlıca Kurumlar

³ Emtia Piyasası Vadeli İşlemler Komisyonu (U.S. Commodity Futures Trading Commission) Dodd-Frank Yasası, (Çevrimiçi)

<https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>, 18.11.2018 ve

XXVIII. Volcker Rule, (Çevrimiçi)

https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Rulemakings/DF_28_VolckerRule/index.htm, 18.11.2018 (İçinde: Federal Register / Vol. 79, No. 21/ Friday, January 31, 2014 / Proposed Rules, p. 5808, 45861, (Çevrimiçi) <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2013-31476a.pdf>, 18.11.2018)

etkileyen kırılğanlıkların ıslahı için gerekli görülen genel bir ekonomi politikası konusudur. Burada oluşabilecek risk algısı ile politika yapıcının tutumuna yönelik olabilmektedir. Küresel krizin sistemik risklerin ağırlıklı olarak makro tedbirlerle yönetilmeye çalışılması, düzenleyici kurumlar açısından mikro ihtiyati önlemlerin daha az önemli karşılandığı kanaatini geliştirebilir ki bu da finans piyasaları ile reel kesimin kesişim alanlarında oluşabilecek risklerin oluşma tehdidinin göz ardı edilmesi demektir.

Değişen risk algısında 2008 küresel krizinin bir milad olarak yorumlanmasında mevcut bir değişim sürecinin kurumsal yansımaları delil olarak gösterilmektedir. 1980 ve 90’larda yaşanan finansal dönüşüm aşamaları piyasalarda artan finansal araç çeşitliliği ile birlikte belirsizlik ve kırılğanlığın belirmesine sebep olmuştur. Bu durumun temelinde ise piyasa oyuncularının aldığı yüksek riskler ve yıllar içinde tüm dünyada hızla yükselen düzenleme ve denetleme faaliyetlerinin zayıflaması yer almaktadır. Küreselleşme ve serbest dolaşım ile uluslararası piyasalarda artan rekabet, yükselen volatilité, kuralları belirlenmemiş yeni finansal uygulamaların varlığı, kolay kredi erişimi, paranın ucuzlaması gibi unsurlar riski yükseltirken, bunların sonuçları neticesinde yaşananlar da risk algısına yönelik değişimleri geliştirdi.⁴ 2008 krizinden öncesine dayanan bu gelişmelerin ne gibi riskleri barındırdığı şüphesiz öngörülebiliyordu. Ancak 2008’e dek henüz derin bir yıkım yaşanmamış olması (düzenin sürdürülebilirliği) sonucu mevcut sistemin revizyonuna dair bağlayıcı yaptırımların da tesis edilmesine gerek görülmemiştir.

2008 krizi örneğini farklı bir sendrom olarak değerlendiren araştırmaların başlıca argümanı ise ilk kez bu krizle fark edildiği iddia edilen deneyimlerdir. Bu kriz ile gelişmekte olan piyasalarda birbiri ardı süren temerrütlerin ve yüksek enflasyonun küresel çapta hızla bulaşma kabiliyeti sonucu borç krizleri belli merkezlerden emtia

⁴ Gazi Erçel, “Finansal Risk Yönetimi”, **6. Yıllık Global Finance Conference**, Bilgi Üniversitesi, 8.04.1999, İstanbul, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8dc3e98b-35af-428c-820c-58c920e09244/finansalrisk.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8dc3e98b-35af-428c-820c-58c920e09244-m3fBeM>, 13.01.2018.

fiyatlarına, sermaye akışlarına ve faiz oranlarına yayılarak yatırımcı güvenine yönelik şoklara sebep olmuştur.

Değişen risk algısının sistem tarafından içselleştirilmesinde yaşanan gecikmeler, haliyle manipülatif risk algısına eşlik etmiş ve ekonomileri fazla kırılgan hale getirmiştir. Şöyle ki, ülkelerin ve alacaklıların mevcut deneyimle oluşan riski yönetmeye dönük farkındalıklarının yükseldiği ve daha iyi bilgilendirilmiş makroekonomik politikalar ile daha titiz kredilendirme uygulamaları sayesinde, dünyanın büyük bir temerrüt dalgasını tekrar görmesinin olası olamayacağı iddia edilmiştir. Ancak bununla birlikte, bir yandan da muhtemel ki 1800’lerin öncesinden bu yana süregelen sermaye akışından (varsayılan sermaye döngüsünden) bu yana yaşanan tüm gelişimler ve değişimlere rağmen hükümetlerin ve yatırımcıların kendilerini aldatma yetenekleri değişmediği⁵ ve bugün sahip olunan bu risk yönetme algısı ve becerisinin sürdürülebilirliği tartışmaya açık hale geldi.

Geçmiş krizlerden çıkarılan derslerden olan ve krizlerin haberci niteliğinde izlemeye alınması gereken faktörler arasında sıralanabilecek *“kredi büyümesi ve akabinde yaşanabilecek bir kredi patlaması ile gelişen durgunluk süreci, büyüyen cari açık ve kamu borçları, büyümenin kaynağı ve enflasyonun seyri”* de politika yapıcılara neyi yönetmeleri gerektiği hususunda önemli ipuçları sunmaktadır. Geçmiş kriz dönemlerinde düşülen hatalardan biri de krize sebep olan kilit unsurların analiz katkısını yok edecek şekilde sadeleştirilmesi ve beraberinde önemsiz kılınmasıydı. Risk algısının değişimi ile birlikte; paranın kendisi başta olmak üzere bankacılık, merkez bankası, finansal araçlar ve uygulama disiplini, kaldıraçlar, borç kaynakları, merkez bankacılığı⁶ sistematik bir şekilde önemsizleştirilmiştir. Bu da risk algısının gelişiminde önemli gecikmelere sebep olmuştur.

Bu önemsizleşme özelinde değişen risk algısının uygulamadaki karşılığına örnek olarak Fed uygulamaları gösterilmektedir. Küresel kriz öncesinde Fed’in ABD

⁵ Carmen M. Reinhart Kenneth S. Rogoff, “This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 13882, March 2008, p.53, <http://www.nber.org/papers/w13882>, 22.11.2018.

⁶ Alan Taylor, “The Great Leveraging, Bank for International Settlements”, **BIS Working Papers**, Monetary and Economic Department, No. 398, December, 2012 p.35, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/work398.htm>, 27.11.2018.

finansal piyasaları özelinde gün içi likidite sorunlarına yönelik sahip olduğu yargıdan da anlaşılmaktadır ki gün içi likidite yönetim politikasının kendi içinde riskler barındırdığı ve bu risklerin kırılabilirlik dönemlerinde kaygı uyandıracak finansal sorunlara sebep olabileceği yönündeki endişeler yerindedir.⁷ Kriz öncesi son yirmi beş yılın ödemeler ve takas sisteminde uluslararası risk politikaları ve standartlarına uyumlu şekilde önemli değişiklikler yapıldığı ve bu düzenlemelerle sistemik risklerin göz önünde bulundurularak, risklerin azaltıldığı düşünülmekteydi. Finansal piyasalardaki gelişmelerin devam etmesiyle beraber ödeme işlemlerinin uzun vadeli büyümesi gün içi likidite ve merkez bankası parasına olan talebin artmasını desteklemiştir. Öyle ki 1990'lardaki finansal gelişmelerle Fed'de ülkedeki bölgesel merkez bankalarında (giderek artan kredi risklerinin gelişimine yönelik) tedbirlerin alınması eğilimi gelişmiştir. Hem gün içi likidite yönetimini iyileştirmek hem de gün sonuna doğru oluşabilecek operasyonel riski azaltmak için önemli fırsatlar geliştirilmeye çalışılmıştır. Hükümet destekli girişimler ve bazı uluslararası kuruluşlar için gün içi limit kurallarında 2006 yılında değişikliğe gidilerek ilgili kuruluşların hesaplarında gün içi limit aşımaları gerçekleşmesi halinde bir ceza sisteminin getirilmesine yönelik yaptırım olacağı 2004 yılında kamuoyu ile paylaşılmıştır.⁸ Ancak 2008 krizini de tetikleyen risk algısı değişimi sürecinde geçmişin bu deneyimlerinin önemsizleştirildiği ve teknik pek çok risk unsurunun bürokratik seviyenin ötesine geçirilemediği gözlenmiştir.

2. Ticaret Kanunlarına Karşı Bankacılık Düzenleme ve Tezhip Kanunları

Üretim ekonomisinde piyasa aksaklıklarının önüne geçebilmek için reel sektör faaliyetlerinin düzenlenebilmesine yönelik hukuki uygulamalar ticaretin tarihi kadar eskidir. Yükselen finansal piyasalarla birlikte hukuki düzenlemeler de ticaret kanunlarına yönelik konsantrasyonun finans piyasalarına doğru kaymasına sebep olmuştur. Buradan hareketle finansal piyasaların düzenlemesindeki saiklerle gelecek planlaması yapan ekonomik aktörlerce reel kesime yönelik kararlarında en az ilgili

⁷ Federal Reserve System, Consultation Paper on Intraday Liquidity Management and Payment System Risk, **Policy Board of Governors of the Federal Reserve System**, Docket No. OP-1257, p.12, (Çevrimiçi) <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/2006all.htm>, 06.12.2018.

⁸ A.e. p.2-3.

düzenlemeler kadar finansal eylemleri etkileyen hukuki düzenlemeleri de göz önünde bulundurulmasının gereklilikleri deneyimlenmiştir. Finansal istikrarsızlıklara sebep olabilecek risklerin asgariye indirgenebilmesi için bankacılık uygulamalarının düzenlenmesinin önemi yıllar içinde artmıştır. 2008 krizi de bunun gerekliliğinin altını çizmektedir.* Tüm taraflarıyla bankacılık sistemine müdahil olan aktörlerin eylemlerinin, sorumluluklarının, haklarının ve cezalarının düzenlendiği bankacılık kanunu küresel sistemle bütünleşmeyi hedefleyen tüm yerel finansal piyasalarda uluslararası düzenlemelere entegre ve gelişmelere uyumlu bir düzlemde uygulanmaktadır. Bu kapsamda bankacılık sisteminin düzenlemesindeki ilgi yaptırımlar Basel kriterleri ile uyumlu olacak şekilde kurgulanır ve finansal sistemin düzenlenmesinde Bankacılık Kanunu'nun yanı sıra (tıpkı Türkiye Bankalar Birliği oluşumunda görülebileceği gibi) yereldeki bankacılık sisteminin daha rekabetçi bir ortamda faaliyet gösterebilmesini amaçlayan kurumlar da tesis edilmektedir.

3. Üretim Modeline Karşı Finans Kümelerine Konsantre Olmak

Finansal araç çeşitliliği, vergi avantajları, yabancı dil rekabeti avantajı, uygun alt yapı ve ulaşım imkânlarının zenginliği gibi faktörler yabancı sermayeyi çekmeye çalışan ülkelerin başlıca odak noktalarıdır. Politika yapıcılar ve aracı finansal kurumlar yabancı sermayeyi cezbedici uygulamalara yönelirken, şehirler de bu durumdan geri kalmamaktadırlar. Bunun yanı sıra firmaların yabancı ülkelere yatırım yapmalarında gittikleri ülkelerin teknolojik bilgilerinden istifade etme yani inovasyona yaklaşma saikleri vardır. Ancak literatürde bu durumun çoğu kez çok da dikkate alınmadığı veya diğer bir deyişle önemsenmediği görülmektedir.⁹

4. Birleştirilmiş Vadeli İşlemler Opsiyon Borsaları

Borsa birleşmeleri ve borsalar arası satın alımlar borsaların kurumsal yapılarında olduğu kadar sermaye piyasalarının işleyişi açısından da yapısal dönüşümlerin

* Bu düzenlemelerde devletin konumu, bağımsız kuruluşların yeri, uluslararası düzenlemelerin takip düzeyi konunun diğer belirleyici unsurları arasında yer almaktadır.

⁹ Maria-Luisa Petit, Francesca Sanna-Randaccio, "Foreign Direct Investment and Localized Technological Spillovers", **Optimal Control and Differential Games, Essays in Honor of Steffen Jorgensen**, Ed. by Georges Zaccour, Springer, 2002, Boston, MA, p.153-154.

göstergelerindendir. Teknolojik gelişmeler ve serbestleşen piyasalar yapısal değişimlerin temel gerekçeleri arasında gösterilebilir ancak bu kolay bir basitleştirme olarak da algılanma riskini barındırmaktadır.

Küresel kriz öncesinde yapılan analizlerde de büyük borsalar arasındaki birleşmelerin ölçek ekonomisi açısından avantajlar sergileyebileceği gösterilmektedir. Bu da gelişmiş piyasalara sahip ülkelerde borsa birleşmelerinin teşvik edilmesinin bir dayanağı olmuştur.¹⁰ ABD’de 2006’da NYSE (The New York Stock Exchange) Euronext birleşmesi,¹¹ 2013’te Japonya’da Tokyo-Osaka¹², Rusya’da MICEX-RTS¹³, Birleşik Arap Emirliklerinde ADX ve DFM’nin birleşmesi¹⁴, Brezilya’da, Sao Paulo Menkul Kıymetler Borsası (Bovespa) ile Brezilya Ticaret ve Vadeli İşlemler Borsası (BM&F) 2008’de BM&FBOVESPA olarak birleşik bir borsa olma kararı almıştır.¹⁵ Türkiye’de ise İzmir’de bulunan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) ile Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) alım satım platformları 05 Ağustos 2013’te birleştirilerek Türkiye’deki tüm vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri Borsa İstanbul çatısı altında işlem görmeye başladı.¹⁶ Tıpkı (İstanbul Uluslararası Finans Merkezi’nin omurgası olarak kurgulanan ve küresel eğilimlerle uyumlu bir eylem planı geliştiren) Borsa İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ile İstanbul Altın Borsası’nın birleşmeleri sonucu gerçekleşen

¹⁰ İftekhar Hasan, Markku Malkamäki, “Are Expansions Cost Effective for Stock Exchanges? A Global Perspective”, **Bank of Finland Discussion Papers**, 20/2000, 18.12.2000, p.24, (Çevrimiçi) <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.199.9275&rep=rep1&type=pdf> 23.11.2018.

¹¹ OECD Report on The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance, **OECD Conference Centre**, Paris, 02.07.2009, (Çevrimiçi) <https://www.world-exchanges.org/our-work/research>, 01.12.2018.

¹² Japan Exchange Group, (Çevrimiçi) <https://www.jpx.co.jp/english/corporate/about-jpx/history/02.html>, 12.11.2018.

¹³ Moscow Exchange, Investor Relations, (Çevrimiçi) <https://www.moex.com/en/exchange/investors.aspx>, 01.12.2018.

¹⁴ Robinson Joseph, Manuel Fernandez, “Growth of Stock Market in the UAE through Merger: A Comparative Study of GCC Stock Markets”, **Accounting and Finance Research**, Vol. 5, No. 3, 2016, p.190-199, (Çevrimiçi) www.sciedupress.com/afr, 01.12.2018

¹⁵ Oğuz Altun, “Borsaların Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşümü”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 30.06.2008 OA/5, <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/964>, 01.12.2018.

¹⁶ “VOB-VİOP Birleşme Süreci Başarıyla Tamamlandı”, **Borsa İstanbul**, Duyurular, 06.08.2013, (Çevrimiçi) <https://www.borsaistanbul.com/duyurular/2013/08/06/vob-viop-birle%C5%9Fme-s%C3%BCreci-ba%C5%9Far%C4%B1yla-tamamland%C4%B1>, 21.11.2018.

kurumsal dönüşümler¹⁷ gibi bu birleşmeler ile güçlü bir sermaye altyapısının oluşumuna hizmet edilebilmesi hedeflenmektedir.

5. Ulusal Mahkemelere Karşı Uluslararası Tahkim Merkezleri

Uluslararası sermaye hareketlerindeki artış beraberinde gelişen anlaşmazlıkların çözümlerini de uluslararası tahkim merkezlerine kaydırmaktadır. Uluslararası ticaretin karşılaştığı uyuşmazlıklar hızla karmaşıklaşırken, yerelde sunulan çözümlerin gecikmesi ya da yetersiz kalmasından doğacak riskler, yatırımları hakem mahkemelerine yönlendirmektedir. Uygulamada yıllar içinde belirgin güncellemelere başvurulmakla birlikte¹⁸, uluslararası tahkim merkezlerine yapılan başvurular da yıllar içinde önemli düzeyde artış sergilemiştir.

6. Uluslararası Takas Merkezlerinin Yükselişi: Türkiye Örneği

Ulusal ve uluslararası düzeyde takas merkezlerinin yükselen etki alanı küresel düzeyde sermaye stokunun entegre bir teminat stokuna doğru dönüşümünün önünü açmaktadır. Türkiye’de ise kuruluşuna SPK tarafından teklif edilip, izin verilen merkezi takas kuruluşları¹⁹ “*borsalarda ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde işlem gören sermaye piyasası araçlarının teslimi, bedellerinin ödenmesi ve bu işlemlere ilişkin teminat yükümlülüklerinin ifası ile ilgili işlemleri yürüten anonim ortaklık şeklindeki özel hukuk tüzel kişiliğini haiz*” kurumlar olarak tanımlanmaktadır.²⁰ 2008 krizi sonrası küresel düzeyde yükselen finansal altyapı ve risk yönetimi uygulamalarının dayanıklılığı konusundaki kaygılar takas merkezlerinin rolünü ve önemini artırdı. Türkiye’de ise sistemik risk düzeyini azaltmak için tasarlanmış olan

¹⁷ “2017 Viewpoint: Himmet Karadağ, Chairman”, **World Federation of Exchanges Article**, Borsa İstanbul, 31.01.2017, <https://www.world-exchanges.org/news/articles/2017-viewpoint-himmet-karadag-chairman-borsa-istanbul>, 21.11.2018.

¹⁸ Nazan Candaner Elver: “Tahkim Sistemlerinde Hakemlerin Seçimi, Tayini ve Konuya İlişkin Güncel ve Somut Sorunlar”, **Uluslararası Ticari Uyuşmazlıklarda Kurumsal Tahkimin Güncel Sorunları**, Ergun Özsunay, Nazan Candaner Elver, Murat R. Özsunay, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 2004-16, İstanbul, 2004, s. 11-29.

¹⁹ 30/5/2013 tarihli ve 28662 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan ve merkezi takas kuruluşlarına ve merkezi karşı taraf uygulamasına ilişkin esasların belirlendiği “Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmeliği” ile düzenlenmiştir.

²⁰ 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Md. 77, 30 Aralık 2012 tarihli, 28513 sayılı Resmi Gazete yayını.

Takas İstanbul, AB düzenlemeleri ve küresel çapta atfedilen öneme paralel olarak faaliyetlerinin sınırlarını genişletmek amacıyla mevcut kapasitesini güçlendirecek yeni uygulamaların arayışına girmiştir.²¹ Değişen risk algısının da bir tezahürü olarak küresel kriz ile menkul kıymetler borsalarındaki hisse senedi, tahvil ve bono piyasalarına yönelik işlemler ile vadeli işlem ve opsiyon borsası işlemlerinin yürütülmesindeki düzenlemelerin geliştirilmesinde hem yerelde hem de uluslararası menkul kıymetlere yönelik gerçekleştiren tüm eylemlerde oluşabilecek muhtemel risklerin giderilmesi de mercek altına alınmıştır. Örneğin menkul kıymetlere yönelik her türlü alım-satım işlemlerinin takasında taraflardan birinin sorumluluklarını yerine getirmemesi halinde oluşması muhtemel bir karşı taraf riskinin yönetilmesinde aracı bir bankanın garantörlüğünün hangi kurallar ve finansal araçlarla yönetildiği, ilgili ülkenin sistemik risk duyarlılığındaki önemli göstergelerden biridir. Bir ekonominin sermaye piyasasına yönelik kurumsal zafiyetleri o ülkedeki teminat ve risk yönetimi sisteminin idaresinde oluşabilecek açıklarla meydana gelmektedir. 2008 krizi sonrası bilhassa sermaye piyasası gelişmiş ekonomilerin teminat ve risk yönetiminde merkezileşmeye yönelerek risk tabanlı teminatlandırma işlemlerinin uygulanmasına dönük bir eğilim sergiledikleri görülmektedir.*

²¹ World Federation of Exchanges Article, **a.g.e.**, 2017 Viewpoint

* Türkiye’de Merkezi Takas Tarafı olma yetkisi İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) yetkisi dahilindedir. 02 Ekim 2009 tarihli Resmi Gazete yayını ile İstanbul Finans Merkezi Strateji ve Eylem Planı’nda menkul kıymetlerin teminata konu olması işlemlerine ilişkin mevzuatın gözden geçirilmesine ve Merkezi Teminatlandırma ve Merkezi Takas Tarafı sisteminin oluşturulması Takasbank ve SPK’nın sorumluluğuna verilmişti. İlgili planda ‘*Menkul kıymetlerin teminata konu olması işlemlerinin hukuki dayanağı UNIDROIT ve AB düzenlemeleriyle uyumlu hale getirileceğine ve İMKB piyasaları için yeni bir teminat hesaplama yönteminin belirlenmesi, teminat çeşitleri ve değerlendirme yöntemlerinin tespit edilmesi, teminatların takas merkezinde toplanması, uygun bulunan piyasalar için Takasbankın Merkezi Takas Tarafı pozisyonu üstlenmesi sağlanacağı*’ ifadesine yer verilmiştir. (Eylem Planı, Öncelik 4, Md. 15, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/10/20091002-9.htm>, 26.11.2018)

Ek 16: Mali Paketlerin Büyüklüğü ve Zamanı

	2008-2010 mali dengeye net etki ¹			Yıllar arası dağılım			<i>Açıklayıcı Not: Ödemelerin zamanlamasını etkileyen önlemler²</i>
	Harcama	Vergi Geliri	Toplam	2008	2009	2010	
	2008 GSYH'nın Yüzdesi			Toplam net etkinin yüzdesi			2008 GSYH'nın Yüzdesi
Avustralya	-4,1	-1,3	-5,4	13	54	33	
Almanya	-1,6	-1,6	-3,2	0	48	52	0,1
ABD 3	-2,4	-3,2	-5,6	21	37	42	
Avusturya	-0,4	-0,8	-1,2	0	79	21	
Belçika	-1,1	-0,3	-1,4	0	51	49	-0,1
Birleşik Krallık	-0,4	-1,5	-1,9	11	85	4	
Çek Cumhuriyeti	-0,3	-2,5	-2,8	0	56	44	..
Danimarka	-2,6	-0,7	-3,3	0	33	67	..
Finlandiya	-0,5	-2,7	-3,2	0	47	53	
Fransa	-0,6	-0,2	-0,7	0	68	32	-0,5
Hollanda	-0,9	-1,6	-2,5	0	49	51	0,0
İrlanda	2,2	6,0	8,3	6	39	55	0,3
İspanya	-2,2	-1,7	-3,9	32	44	23	-1,0
İsveç	-1,7	-1,7	-3,3	0	43	57	
İsviçre	-0,3	-0,2	-0,5	0	68	32	
İtalya	-0,3	0,3	0,0	0	15	85	
İzlanda	1,6	5,7	7,3	0	28	72	
Japonya	-4,2	-0,5	-4,7	2	74	25	
Kanada	-1,7	-2,4	-4,1	12	41	47	
Kore	-3,2	-2,8	-6,1	17	62	21	
Lüksemburg	-1,6	-2,3	-3,9	0	65	35	0,0
Macaristan	7,5	0,2	7,7	0	51	49	
Mexico 3	-1,2	-0,4	-1,6	0	100	..	
Norway ^{3,4}	-0,9	-0,3	-1,2	0	100	..	
Polonya	-0,8	-0,4	-1,2	0	70	30	
Portekiz	..	..	-0,8	0	100	0	
Slovak Cumhuriyeti	-0,7	-0,7	-1,3	0	41	59	-0,8
Türkiye	-2,9	-1,5	-4,4	17	46	37	
Yeni Zelanda	0,3	-4,1	-3,7	6	54	40	
Yunanistan ³	0,0	0,8	0,8	0	100	..	

Kaynak: OECD Economic Outlook, Vol. 85, 2009, p.63.

1. Finansal krize cevaben sadece isteğe bağlı mali önlemleri içerir. Burada verilen tahminler, yeniden sermayelendirme, teminatlar veya diğer finansal işlemlerin mali dengeleri üzerindeki potansiyel etkileri içermemektedir. Ayrıca, vergi borcu ödeme ve / veya devlet ihaleleri zamanlamasındaki değişimin etkisini de dışlar. Olumsuz işaret: mali denge bozuluyor.

3. Birleşik Devletler için rakamlar federal hükümete aittir. Mevcut bilgiler, Kaliforniya da dahil olmak üzere birkaç devletin buraya dahil olmayan kısıtlayıcı mali önlemleri geçtiğini göstermektedir.

2. Bazı ülkeler, devlet alımlarının ve / veya vergi borçlarının ödenme zamanını değiştirdi. Tahakkuk ilkesini uygularken, bu tür önlemler ulusal hesap verilerine yansıtılmamalıdır. Yine de, mali denge önlemlerini nakit olarak etkilerler ve ekonomi üzerinde bir etkisi olabilir. Mali paketlerin boyutuna dahil edilmemişlerdir.

4. 2010 için veri mevcut değil.

5. Norveç verileri 2008 için sadece anakara (adalar hariç) GSYH'nın bir yüzdesi olarak gösterilmektedir.

Ek 17: Mali Paketlerin Bileşimi

2008-2010 döneminde, 2008'de GSYH'nın yüzdesi olarak												
	Net etki	Vergi (Kamu Geliri) Önlemleri					Harcama Önlemleri					
		TOPLAM	Bireyler	İşletmeler	Tüketim	Sosyal Katkılar	TOPLAM	Nihai Tüketim	Yatırım	Hane halklarına transfer	İşletmelere transferler	Mahalli İdarelere Transfer
Avustralya	-5,4	-1,3	-1,1	-0,2	0,0	0,0	4,1	0,0	3,0	1,1	0,0	0,0
ABD	-5,6	-3,2	-2,4	-0,8	0,0	0,0	2,4	0,7	0,3	0,5	0,0	0,9
Almanya	-3,2	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,7	1,6	0,0	0,8	0,3	0,3	0,0
Avusturya	-1,2	-0,8	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,4	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1
Belçika	-1,4	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	1,1	0,0	0,1	0,5	0,5	0,0
B. Krallık	-1,9	-1,5	-0,5	-0,2	-0,6	0,0	0,4	0,0	0,4	0,2	0,0	0,0
Çekya	-2,8	-2,5	0,0	-0,7	-0,4	-1,4	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,2	0,0
Danimarka	-3,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	0,9	0,8	0,1	0,0	0,0
Finlandiya	-3,2	-2,7	-1,9	0,0	-0,3	-0,4	0,5	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0
Fransa	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	0,2	0,3	0,0	0,0
Hollanda	-2,5	-1,6	-0,2	-0,5	-0,1	-0,8	0,9	0,0	0,5	0,1	0,0	0,0
İrlanda	8,3	6,0	4,5	-0,2	0,5	1,2	-2,2	-1,8	-0,2	-0,1	0,0	0,0
İspanya	-3,9	-1,7	-1,6	0,0	0,0	0,0	2,2	0,3	0,7	0,5	0,7	0,0
İsveç	-3,3	-1,7	-1,3	-0,2	0,0	-0,2	1,7	1,1	0,3	0,1	0,0	0,2
İsviçre	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
İtalya	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0
İzlanda	7,3	5,7	1,0	..	..	..	-1,6	..	..	..	..	..
Japonya	-4,7	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	4,2	0,2	1,2	0,6	1,5	0,6
Kanada	-4,1	-2,4	-0,8	-0,3	-1,1	-0,1	1,7	0,1	1,3	0,3	0,1	..
Kore	-6,1	-2,8	-1,4	-1,1	-0,2	0,0	3,2	0,0	1,2	0,7	1,0	0,3
Lüksemburg	-3,9	-2,3	-1,5	-0,8	0,0	0,0	1,6	0,0	0,4	1,0	0,2	0,0
Macaristan	7,7	0,2	-0,6	-0,1	2,3	-1,5	-7,5	-3,2	0,0	-3,4	-0,4	-0,5
Meksika ¹	-1,7	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,0	1,2	0,1	0,7	0,1	0,0	0,0
Norveç ^{1,2}	-1,2	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,9	0,0	0,4	0,0	0,0	0,3
Polonya	-1,2	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,8	0,0	1,3	0,2	0,1	0,0
Portekiz	-0,8	..	..	..	..	..	..	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
Slovakya	-1,3	-0,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,7	0,0	0,0	0,1	0,6	0,0
Türkiye	-4,4	-1,5	-0,2	-1,1	-0,2	0,0	2,9	0,6	1,2	0,0	0,3	0,6
YeniZellanda	-3,7	-4,1	-4,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,6	-0,6	0,0	0,0
Yunanistan ¹	0,8	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,4	0,1	0,0

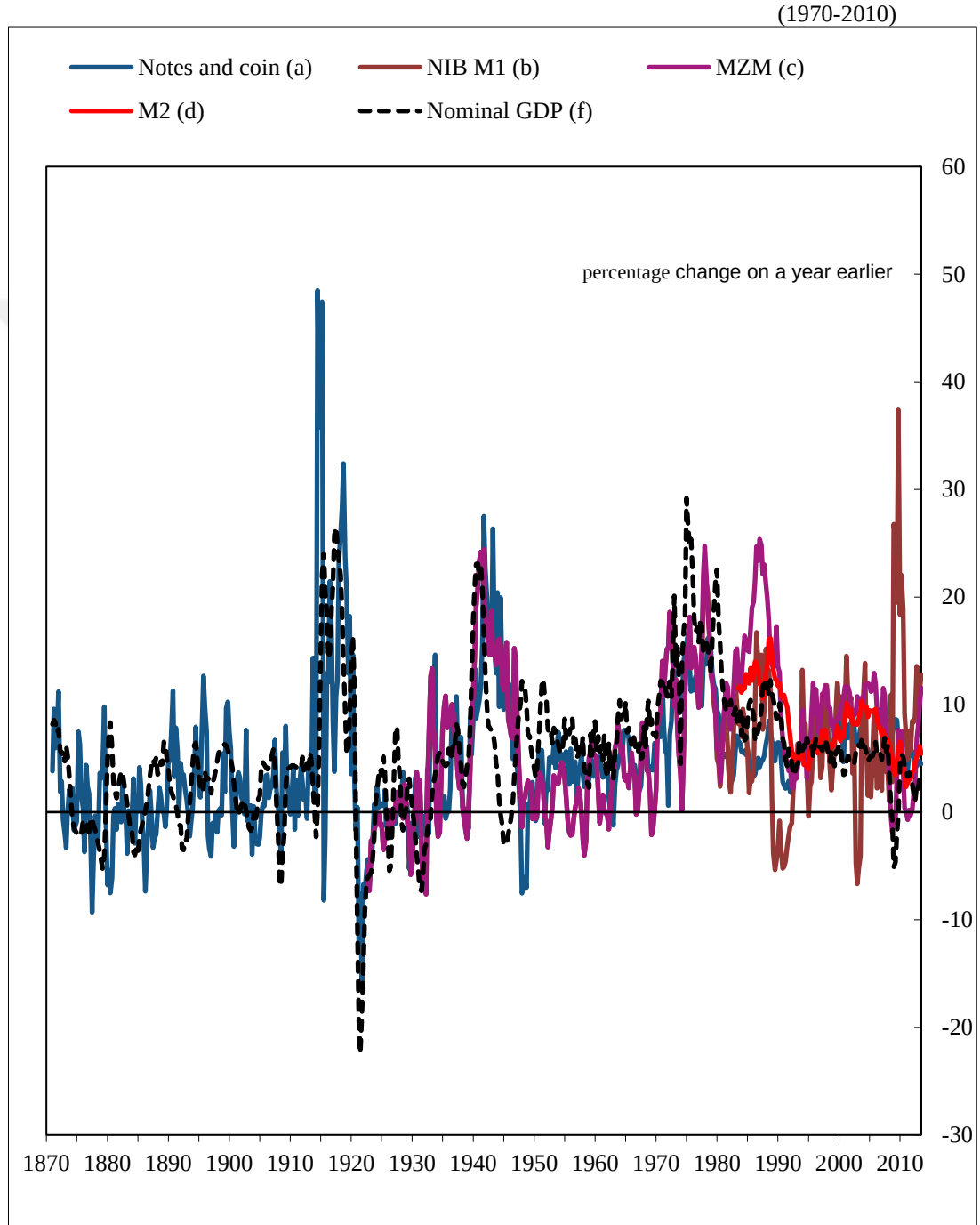
Kaynak: OECD Economic Outlook, Vol. 85, 2009, p.64,,<https://dx.doi.org/10.1787/658647186571>

Ek 18: Geniş Tanımlı Paranın Büyüme Hızı (Ülke Bazlı)

	(yıllık %)											
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ABD	8,07	9,00	11,71	8,18	5,51	-2,74	6,67	4,90	4,36	5,08	3,41	3,76
Arjantin	21,51	20,26	24,47	8,06	17,00	33,11	26,03	34,82	27,08	29,83	39,57	41,55
Brezilya	18,71	18,65	22,06	18,79	16,75	16,92	16,51	15,40	7,55	13,86	10,80	11,81
Endonezya	16,34	14,94	19,33	14,92	12,95	15,40	16,43	14,95	12,78	11,88	9,00	10,03
G. Afrika	20,70	22,62	23,93	14,74	1,76	6,93	8,34	5,17	5,92	7,28	10,32	6,08
Hindistan	15,60	21,63	22,27	20,50	18,00	17,80	16,14	11,05	14,83	10,59	10,62	6,80
B. Krallık	13,85	14,10	15,81	17,80	-0,07	3,99	-4,42	0,77	2,10	-2,53	1,97	8,72
Japonya	0,50	-0,74	0,63	0,72	2,07	1,75	2,89	2,18	3,50	3,00	2,97	3,92
Katar	42,86	39,63	39,54	19,69	16,89	23,08	17,09	22,93	19,59	10,60	3,44	-4,57
Mısır	11,49	15,00	19,11	10,48	9,47	12,42	6,66	12,35	18,89	15,77	18,60	39,51
Pakistan	16,37	42,91	17,44	6,52	17,61	14,57	12,60	17,40	13,32	11,54	12,18	13,62
Rusya	36,28	40,24	40,58	14,33	17,32	24,59	19,73	13,06	16,03	14,83	19,72	-0,91
Türkiye	35,97	22,17	15,23	24,82	12,66	18,55	15,20	10,42	21,15	11,18	16,51	17,65

Kaynak: Dünya Bankası Göstergeleri, 2019.

Ek 19: İngiltere’de Farklı Parasal Büyüklükler ve Nominal Harcama Düzeyi



Kaynak: Bank of England, Quarterly Bulletin, March 2014.

Ek 20: Para Yaratma Temelli Çalışmalardan Örnekler

	Çalışma Başlığı	Yazarlar / (Çalışma Yılı)	Sonuç
1	How Money Is Created By The Central Bank and The Banking System	Thomas J. Jordan (2018)	Müşteriler açısından, ticari bankalar tarafından sunulan hizmetler ve mevduatlara faiz ödenmesi gerçeği, mevduatların merkez bankası parası olmamasından kaynaklanan dezavantajları telafi etmektedir.
2	The Money Creation Paradox	Mark Cliffe Teunis Brosens (2018)	Para yaratma, bankalar için kendi başına bir amaç değildir ancak borç vermelerinin bir yan ürünü olarak temel görevlerindendir. Para yaratma paradoksunu anlama konusundaki yaygın eksiklikten kaynaklı olarak ihtiyatlı borç verme ve para yaratma hızının belirlenmesinde yeteri kadar referans noktası önerilememiştir.
3	Private Money Creation, Liquidity Crises, and Government Interventions	Pierpaolo Benigno Roberto (2018)	Özel, emniyetli varlıklar yaratmanın nispeten ucuz olması durumunda, devlet düzenlemelerine gerek olmadan etkin likidite seviyesi sağlanır. Aksine, eğer güvenli varlık üretmenin maliyeti yüksekse, likidite talebi sadece iyi zamanlarda karşılanırken, ekonomi sıkıntılı dönemlerinde likidite kıtlığı ve krizlere maruz kalmaktadır. Devletin özel borç teminatı veya özel riskli menkul kıymetler portföyünü desteklediği büyük bir kamu likidite kaynağı gibi kamu ve özel likiditenin birbirini tamamladığı politikaların varlığı hedeflenmektedir. Buna karşılık araçların varsayılan olasılıklarını azaltmak için onları yüksek maliyetli adımlar atmaya zorlamak ise refahı olumsuz etkiler.
4	Sovereign Money Creation For A Post-Growth Economy	Robert Macquarie, Riccardo Mastini (2018)	Mevcut parasal sistem borç yükünü artırarak toplumun büyüme bağımlılığına baskı uygulamaktadır. Sorun harcama gücü üretmek için bankalara emanet edilen özel para yaratma konusundaki güvendir. Burada çözüm merkez bankalarının araç setine yeni bir araç eklemekle olacaktır. Yeni bir parasal aracın benimsenmesinde Egemen Para Yaratma modeli ile para merkez bankası tarafından yaratılarak ve hükümetin özel sektör borç seviyelerinde bir artış olmadan ekonomiye harcanması için çalıştırılmalıdır. Ekonomik iyileşme için gereken teşvik, devlet borçlanmasının artmasıyla tam olarak finanse edilmeye ihtiyaç duymayacak ve hükümetin üstlenmesi gereken kamu kesimi borç miktarını azaltacaktır.

5	Banks Wealth, Banks Creation of Money, and Central Banking	Tianxi Wang (2017)	Sıkı bir sermaye yeterliliği oranı ile bankaların yarattığı para merkez bankasının uygulayacağı politikalarla büyüme üzerinde pozitif sonuçlar doğurabilir.
6	Recovery in The Eurozone - Using Money Creation to Stimulate the Real Economy	Frank van Lerven (2015)	QE merkez bankalarının yeni oluşturulan parayla finansal piyasalardan varlık satın almalarına izin verirken, reel ekonomi için parasal finansman, merkez bankalarının ya hükümetlere transfer edilen ya da reel ekonomideki harcamaları finanse etmek için doğrudan vatandaşlara ödenen yeni para yaratmalarına izin vererek çalışır. Bu şekilde bir parasal finansman şekli, özel sektör veya kamu sektörünün borç yükünü arttırmadan reel ekonomiyi doğrudan teşvik ederek hızlıca toplam talebin artmasına yol açacaktır. Ancak AMB'nın daha etkili olabilecek politikaları keşfetmesi de gerekir.
7	Money Creation in The Modern Economy	Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas (2014)	Para yaratma faaliyetinin büyümeye katkı açısından beklenen etkinliği ticari bankalar üzerinden yaratılan para ile elde edilebilmektedir.
8	Liquidity, Money Creation and Destruction, and The Returns To Banking	Ricardo de O. Cavalcanti, Andrés Erosa, Ted Temzelides (2004)	Parasal istikrar merkez bankası politikalarına ve genel olarak likidite koşullarına bağlıdır. Bankaların bazı olumsuz rezervler kullanmasına izin vermek, rezerv yönetimini kolaylaştırabilir, geri dönüşleri artırabilir ve düşük bir banka başarısızlığı oranıyla ticari ve finansal istikrarı destekleyebilir.
9	The Inefficiency of Short-Run Monetary Targets For Monetary Policy	Benjamin M. Friedman (1977)	Para stoku temelindeki mevcut para politikası stratejisinin ara hedef değişkeni olarak kullanılmasının sıkıntıları vardır. Parasal hedeflere dayanan ara hedef uygulaması, para stokunun yakın dönem gözlemlerinde yer alan bilgilerin kullanılması için faydalı ancak genel olarak verimsiz bir yoldur. Federal Açık Piyasa Komitesinin para stoklarını para politikasının ara hedefi olarak kontrol etmemesi gerekir.

Kaynak: Yazar, 2019.

Ek 21: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

A- Sermaye Hareketleri Özelinde Türkiye Ekonomisi Örneği

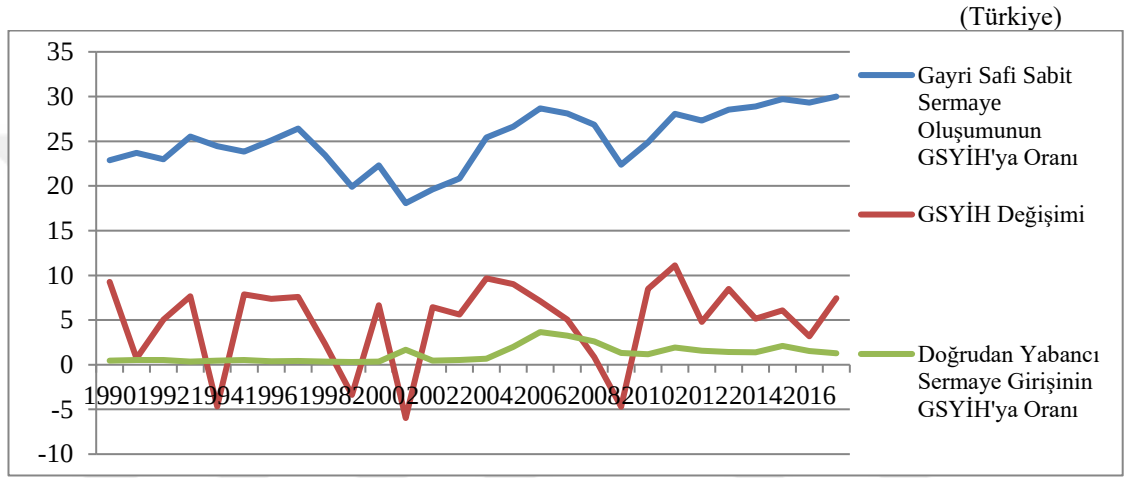
Sermaye hareketleri özelinde gelişmekte olan ülkeler için Türkiye ekonomisi örneğinde 1980’lerde başlayan dışa açık ve piyasa ekonomisi uygulamaları ile ekonomik büyümenin hızlandırılması hedefiyle geliştirilen büyüme stratejisi sonucunda, sermaye birikiminde bir yavaşlama ile karşılaşıldığı görülmektedir. Böylelikle ülke refahı söz konusu olduğunda büyüme stratejileri bakımından 80’lerdeki liberal uygulamalar ülkeyi beklenen sermaye birikimi ve dolayısıyla büyüme hedeflerine erdirtmemiştir. 80’ler öncesinde her iki unsurda küçülmeler yaşıyor olmasına rağmen, “*ekonomik büyümedeki yavaşlama sermaye birikim hızındaki yavaşlamadan çok daha düşük bir düzeyde*” seyretmekteydi. Yeni politikalarla beklenen düzeyde büyüme oranlarının elde edilemeyişi ise makroekonomik istikrarın sağlanamamasından kaynaklı yüksek katma değer yaratan yenilikçi fikir ve teknoloji yoğun yatırım sahalarına, AR-GE faaliyetlerine ve ilgili altyapı çalışmalarına kaynak sağlanamamasına bağlanabilir. Öte yandan ilgili dönemde yeni teknolojilerin transferini sağlayacak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yetersiz oluşu ve piyasalarda rekabetin sağlıklı işleyememiş olması da diğer gerekçeler arasında gösterilen yaygın kanaatlere dendir.¹

Kalkınma hedeflerine yönelik beklenti sabit sermaye oluşumunun ağırlıklı olarak kendisini özel sektör üretim aktivitelerinde göstermesi şeklindedir. Eğer ülkedeki sermaye stokunun lokomotifini devlet yatırımları ise sermaye stokunun içindeki özel sektör payı da devlet eliyle sağlanmış demektir. Bu durumda ise devlet katkısı ile biriken sermayenin de ne derece stok değere dönüşebildiği incelenmelidir. Devletin sistemde yarattığı paranın özel sektör kanalıyla sermaye stoku yatırımlarına dönüşme oranı düşük ise bu sefer sistemde sermaye yatırımları açısından muhtemel bir kaçağın geliştiği de düşünülebilir. Bu aşama da ise kaçağın özel sektörde finansal piyasalarda yatırıma dönüşüp dönüşmediği, hangi sektörlerde değerlendirildiği aranır.

¹ Saygılı, a.g.e., s.100.

Türkiye'nin artan sabit sermaye oluşumunun GSYH'daki payı ve bu payın içindeki özel sektör ve devlet payını gösteren oranlar yatırım politikaları üzerinden uzun vadeli kalkınma stratejilerinin sürdürülebilirliği ile ilgili veriler sunmaktadır.

Grafik: Gayri Safi Sermaye Oluşumu ile Doğrudan Yabancı Sermaye Girişlerinin GSYH'ye Oranları ve GSYH Değişimi



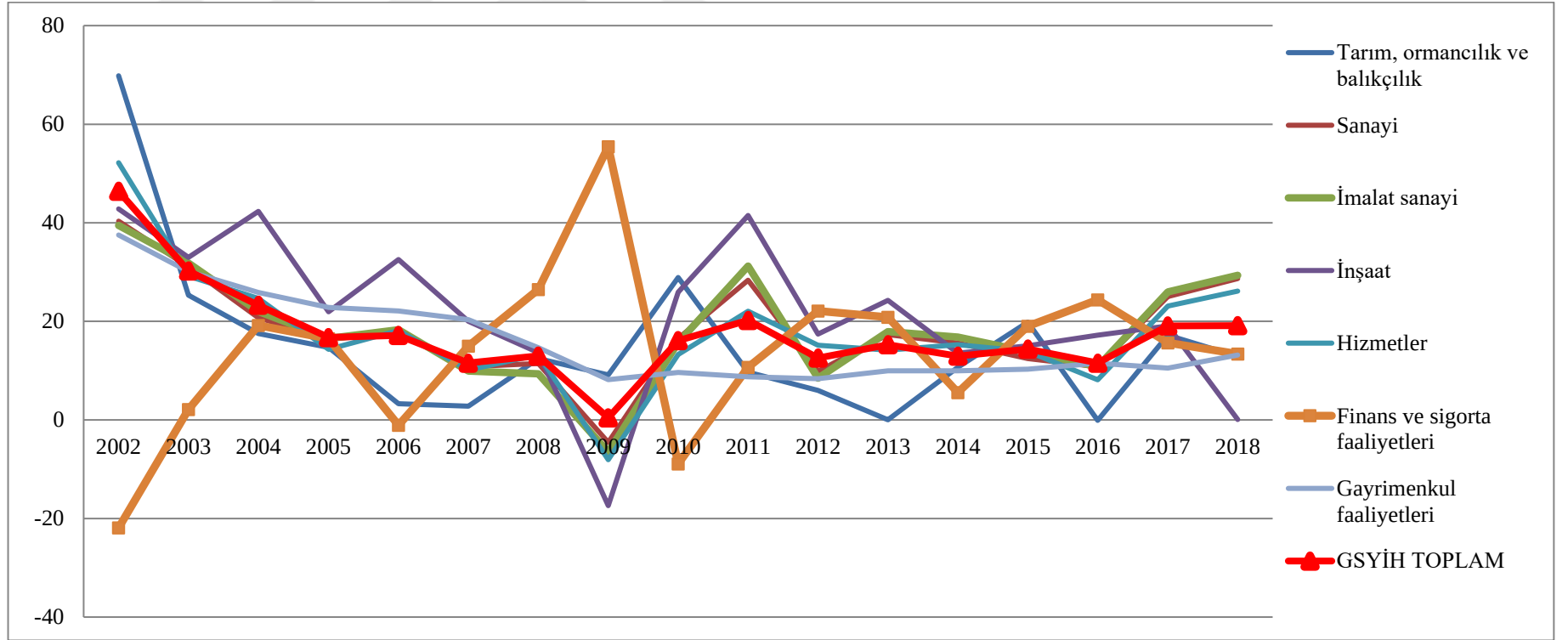
Kaynak: World Development Indicators, Dünya Bankası (05.03.2019)

Tablo: Türkiye'nin Sabit Sermaye Stoku ve GSYİH içindeki Payı

Yıl	Değer (Cari ABD \$)	GSYİH İçindeki Pay (%)	Yıl	Değer (Cari ABD \$)	GSYİH İçindeki Pay (%)
2000	60.887.077.735	22,30	2010	191.957.519.963	24,87
2001	36.191.586.162	18,07	2011	233.661.730.746	28,07
2002	46.758.388.402	19,61	2012	238.770.483.853	27,32
2003	65.009.882.071	20,85	2013	271.147.029.100	28,52
2004	102.880.953.350	25,42	2014	269.930.297.464	28,89
2005	133.631.542.870	26,65	2015	255.436.345.956	29,71
2006	158.496.774.939	28,69	2016	253.190.861.230	29,31
2007	189.886.309.771	28,10	2017	256.477.577.095	30,08
2008	205.207.419.132	26,85	2018	230.737.881.907	29,91
2009	144.236.280.645	22,37			

Kaynak: World Bank Data, 2020.

Grafik: Türkiye’de GSYH ile Belirli Sektörlerdeki Büyüme Oranları (2002-2018)



Kaynak: TCMB

Tablo: Türkiye GSYH Yıl Bazlı Sektörel Büyüme Oranları (2002-2018)

	Tarım, Ormancılık ve Balıkçılık	Sanayi	İmalat Sanayi	İnşaat	Hizmetler	Bilgi ve İletişim	Finans ve Sigorta Faaliyetleri	Gayrimenkul Faaliyetleri	Mesleki, İdari ve Destek Hizmet Faaliyetleri	Kamu Yönetimi, Eğitim, İnsan Sağlığı ve Sosyal Hizmet Faaliyetleri	Diğer Hizmet Faaliyetleri	Sektörler Toplamı	Vergi- Sübvansiyon	GSYH (Alıcı Fiyatlarıyla)
2002	69,82	40,33	39,46	42,81	52,18	51,72	-21,90	37,52	72,32	51,27	67,81	44,92	58,80	46,42
2003	25,33	31,06	31,85	32,96	29,16	27,12	2,11	30,13	31,49	34,07	43,83	29,28	37,41	30,24
2004	17,55	20,74	22,02	42,33	24,65	21,07	19,16	25,87	25,00	21,16	6,31	22,96	25,61	23,29
2005	14,69	16,37	16,52	21,94	14,33	26,53	16,50	22,84	19,14	14,03	15,64	16,67	17,35	16,75
2006	3,31	17,58	18,29	32,55	18,11	11,64	-1,07	22,13	22,73	17,93	28,25	17,33	15,90	17,15
2007	2,77	10,82	9,93	20,03	10,14	18,04	14,99	20,36	21,94	15,16	23,32	13,04	1,24	11,56
2008	12,47	11,48	9,38	13,69	13,23	12,15	26,49	14,65	16,97	12,93	19,17	13,51	8,92	12,98
2009	9,11	-4,56	-6,54	-17,39	-8,07	2,30	55,44	8,17	6,12	12,00	6,65	0,61	-0,95	0,44
2010	28,89	16,54	15,68	25,90	13,27	4,98	-8,91	9,64	11,19	12,88	16,00	14,46	29,59	16,10
2011	9,68	28,37	31,19	41,46	22,03	13,35	10,67	8,77	20,95	14,74	20,08	20,27	19,76	20,21
2012	5,97	9,88	8,46	17,41	15,15	16,83	22,11	8,35	17,58	15,34	12,34	12,94	9,82	12,56
2013	0,01	17,33	17,91	24,25	14,18	14,28	20,84	9,98	19,45	12,36	18,91	14,43	21,78	15,29
2014	10,69	15,61	16,82	13,53	15,29	14,47	5,55	9,99	17,83	14,90	14,75	14,06	5,30	12,97
2015	19,84	12,46	13,83	15,07	13,86	13,50	19,02	10,30	22,66	11,27	8,66	13,97	17,63	14,39
2016	-0,09	10,79	10,79	17,18	8,17	13,15	24,37	11,53	13,01	18,38	12,13	11,56	11,41	11,54
2017	17,17	25,02	25,96	19,08	23,09	23,30	15,64	10,51	23,01	12,18	15,81	19,74	14,30	19,09
2018	12,88	28,67	29,33	0,07	26,14	16,75	13,41	13,18	14,88	23,96	16,46	20,35	9,65	19,14

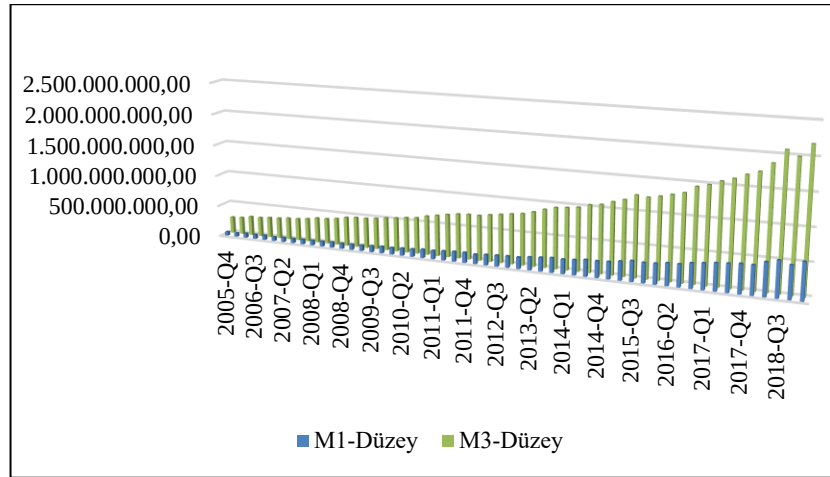
Kaynak: TCMB

B- Para Arzı Özelinde Türkiye Ekonomisi Örneği

Türkiye için 2018 yılı Kasım ayı itibariyle gözlenmiştir ki para arzındaki yıllık büyümeye katkı açısından geniş para arzı bileşenlerinden sırasıyla vadeli mevduatlar ve ardından vadesiz mevduatlar en büyük katkıyı sağlamıştır.¹ Öte yandan var olan büyümenin ise Türkiye özelinde yapılan analizlerde de görülebileceği gibi finansal piyasalar üzerinden elde edildiği sonucu² desteklenmektedir.*

Aşağıdaki para arzı bileşenleri tablosundan da gözlenebileceği gibi Türkiye’de 2019 yılı itibariyle yaklaşık %27’lik bir artış ile 2 milyar TL’yi aşkın bir tutar M2 para arzı olarak yaratıldı. Bu miktarın 2020 yılı itibariyle ne kadarının sistemde kaldığı, yıllar itibariyle artan oranda sermaye yatırımlarına yansıyor yansımadağı dikkate alınmaktadır. Buradan hareketle döviz hesapları, kıymetli maden hesapları, yurtiçi krediler gibi pek çok göstergenin bir arada değerlendirilmesi ile elde edilen sonuçlar yaratılan paranın reel ekonomideki karşılığını sunmaktadır.

Grafik: Yıllar İtibariyle M1 ve M3 Parasal Taban Gelişimi



Kaynak: TCMB

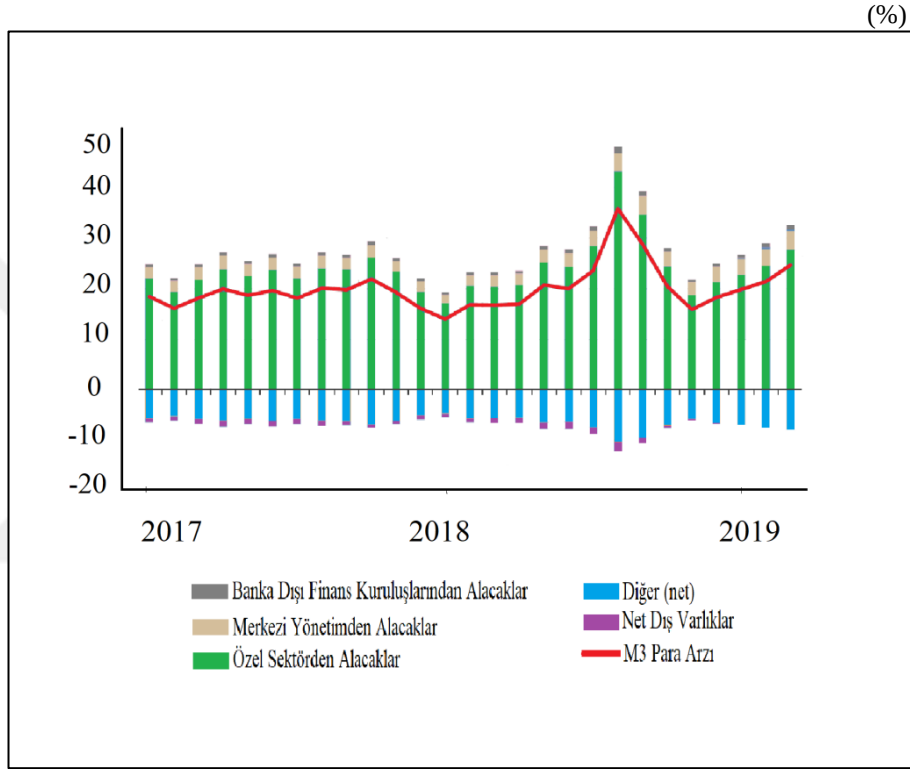
¹ Kasım Ayı Parasal Gelişmeleri, **TCMB**, 31 Aralık 2018, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/>, 16.01.2019

² Mehmet Zeki Ak, Nurullah Altıntaş, Ahmet Salih Şimşek, “Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Nedensellik Analizi”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 17 (2) 2016, 151-160, s.158.

* İlgili çalışmada Türkiye örneği üzerinden ekonomik büyümeden finansal gelişmelere doğru işleyen tek yönlü bir nedensellik tespit edebilmişken, finansal gelişmelerin ekonomik büyümeye doğru korele olmadığı görülmüştür.

2018 yılı itibariyle (M3) para stokundaki yıllık artışın karşılık kalemlerinden para arzına en büyük katkıyı vadeli mevduatlar ve ardından da vadesiz mevduatlar sağlamıştır.

Grafik: Para Stokundaki (M3) Yıllık Artış ve Karşılık Kalemleri



Kaynak: TCMB

Türkiye’de parasal genişleme ile para yaratılırken beklendiği şekilde ekonomide büyüme gözlenmemektedir. Ancak, GSYH sektörel büyüme analizi göstermektedir ki üretime yönelik sektörlerde tatmin edici bir büyüme gerçekleşmemektedir. Hızla büyüyen hizmetler sektöründe de finansal hizmetler kaleminin altındaki mali aracılık sektörü önemli bir pay almaktadır. Dolayısıyla yaratılan paranın finansal hizmetlerin büyümesine katkı sağlıyor olduğu sonucunu sunan deneysel çalışmaların da bir anlamda bu göstergeler ile desteklendiği kanaatleri gelişmektedir.

Tablo: Para Arzı Bileşenleri ve Oransal Değişimleri (2010-2018)

Düzy-Bin TL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
M1	133.884.898	148.455.145	181.928.687	225.330.535	251.991.723	312.005.973	382.351.496	449.631.796	512.524.057	712.832.787
Yüzde Değişim	25,07	10,88	22,55	23,86	11,83	23,82	22,55	17,60	13,99	39,08
<i>Dolaşımdaki Para</i>	44.368.280	49.347.189	54.565.770	67.755.894	77.420.141	92.309.443	111.762.364	119.198.420	123.370.553	145.006.709
Yüzde Değişim	29,39	11,22	10,58	24,17	14,26	19,23	21,07	6,65	3,50	17,54
<i>Dolaşıma Çıkan Banknot + Madeni Para</i>	49.766.418	56.096.746	62.480.743	77.265.292	87.954.590	104.857.760	125.046.755	133.792.423	137.201.027	159.515.474
Yüzde Değişim	28,21	12,72	11,38	23,66	13,83	19,22	19,25	6,99	2,55	16,26
<i>Vadesiz Mevduat (TL)</i>	59.611.531	65.220.312	75.304.164	94.575.852	105.042.324	125.194.596	158.143.756	177.874.445	175.742.871	245.924.314
Yüzde Değişim	33,25	9,41	15,46	25,59	11,07	19,18	26,32	12,48	-1,20	39,93
M2	587.814.547	665.642.351	749.111.748	910.052.031	1.018.546.164	1.195.810.095	1.406.729.188	1.624.675.300	1.940.589.523	2.457.542.717
Yüzde Değişim	18,98	13,24	12,54	21,48	11,92	17,40	17,64	15,49	19,44	26,64
<i>Vadeli Mevduat(TL)</i>	330.176.675	359.639.744	400.391.910	460.981.473	507.414.932	539.331.307	628.527.559	703.071.573	797.310.452	927.292.918
Yüzde Değişim	23,84	8,92	11,33	15,13	10,07	6,29	16,54	11,86	13,40	16,30
<i>Vadeli Mevduat (YP)</i>	123.752.974	157.547.462	166.791.151	223.740.023	259.139.509	344.472.815	395.850.133	471.971.930	630.755.014	817.417.011
Yüzde Değişim	2,82	27,31	5,87	34,14	15,82	32,93	14,91	19,23	33,64	29,59
M3	616.200.874	700.491.311	791.992.774	950.979.183	1.063.151.797	1.238.083.234	1.450.681.529	1.675.831.303	1.988.304.795	2.575.195.090
Yüzde Değişim	18,35	13,68	13,06	20,07	11,80	16,45	17,17	15,52	18,65	29,52
<i>Repo</i>	3.946.153	3.890.683	7.033.800	5.672.097	6.280.778	4.637.563	6.935.989	5.376.687	8.353.176	29.544.330
Yüzde Değişim	9,62	-1,41	80,79	-19,36	10,73	-26,16	49,56	-22,48	55,36	253,69
<i>Para Piyasası Fonları</i>	23.327.561	20.556.252	17.289.299	11.229.143	13.091.779	12.165.012	12.634.902	13.875.478	13.052.992	40.301.553
Yüzde Değişim	1,20	-11,88	-15,89	-35,05	16,59	-7,08	3,86	9,82	-5,93	208,75
<i>İhraç Edilen Menkul Değerler</i>	1.112.614	10.402.025	18.557.927	24.025.912	25.233.077	25.470.564	24.381.451	31.903.838	26.309.105	47.806.491
Yüzde Değişim	ND	834,92	78,41	29,46	5,02	0,94	-4,28	30,85	-17,54	81,71

Kaynak: TCMB, 2020.

Tablo: Belirli Bileşenleri İtibariyle Yurtiçi Parasal Durum (2009-2019)

(TL)							
Yıl	Nakit Para	Para Benzerleri	Vadeli Mevduatlar	Yerleşiklerin Yabancı Para Mevduatları	Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar	Para Piyasaları Fonları	İhraç Edilen Menkul Değerler
2009	78.925.149	458.140.286	283.470.085	148.627.204	3.551.623	22.389.979	101.395
2010	103.905.327	534.431.979	351.500.766	154.749.529	3.881.864	23.187.206	1.112.614
2011	114.875.087	621.212.267	384.876.369	201.978.784	3.558.622	20.460.590	10.337.902
2012	126.897.672	694.880.897	436.893.317	217.575.885	4.765.647	17.153.718	18.492.329
2013	165.774.463	826.274.350	496.219.797	289.388.238	5.877.765	10.256.661	24.531.889
2014	185.500.114	923.527.237	550.770.543	328.509.903	5.441.536	12.336.284	26.468.971
2015	217.108.548	1.071.637.830	589.666.990	439.182.012	3.330.122	12.079.088	27.379.618
2016	270.094.371	1.245.477.358	682.422.210	517.571.687	6.596.022	12.634.902	26.252.537
2017	297.422.474	1.453.873.558	764.083.586	631.429.004	5.621.584	13.875.478	38.863.906
2018	290.198.700	1.794.774.388	876.852.501	862.227.866	10.089.051	9.235.703	36.369.266
2019	395.223.793	2.252.659.714	991.760.717	1.152.303.569	18.583.414	39.787.181	50.224.833

Kaynak: TCMB, 2019.

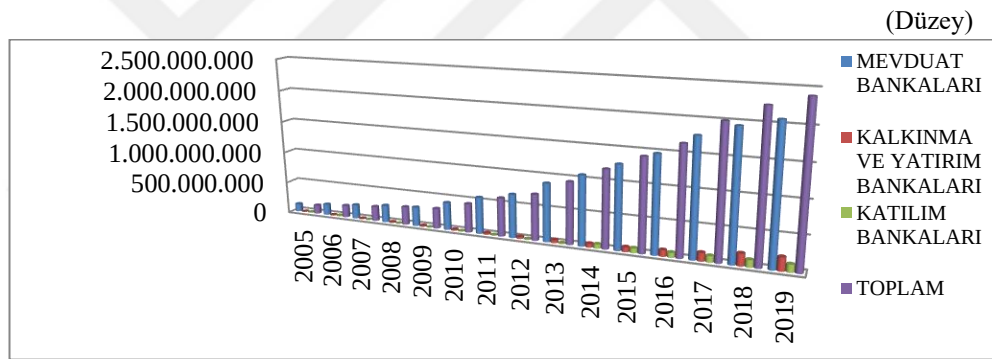
C- 2008 Krizi Sonrası Para Politikaları Özelinde Türkiye Ekonomisi Örneği

Türkiye özelinde 2008 krizi ile gelişen para politikası incelendiğinde ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin yol açabileceği makro iktisadi istikrarsızlıkların etkilerini azaltabilecek önlemler alındığı görülmektedir. İlgili dönemde TCMB “*düşük politika faiz oranı ile yüksek zorunlu karşılıklar ve geniş bir faiz koridoru bileşiminden*” oluşan yeni bir para politikası uygulamasını takip etmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi doğrultusunda fiyat istikrarı odaklı uygulanan para politikası izleyen dönemde de bu stratejiyi takip etmiştir. Merkez Bankası kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatarak makro finansal dengesizlikleri frenleyebilmeyi, fiyat istikrarı kollarırken finansal istikrarın da gözetilebilmesi için politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun para politikası araçları olarak kullanılması yöntemini tercih etmiştir. Böylelikle ülkenin konjonktürel gerçekleri ve 2008 Krizinin etkileri doğrultusunda kısa vadeli sermaye girişlerinin ve kredi genişlemesinin yavaşlatılması amacı doğrultusunda faiz koridorunun genişletilmesi ile politika faizinin tahmin edilebilirlik düzeyinin azaltılması ve zorunlu karşılıkların artırılması suretiyle vadelere göre farklılaştırılması olarak belirlenen araçların aynı zamanda birbirileri ile de uyum içinde hareket edebilmeleri amaçlanmıştır. Türkiye ekonomisi özelinde iç ve dış talepte yaşanan hızlı ayrışma ve yüksek cari açık gerçeği kriz ile beliren etkileri de göz önünde bulundurarak çoklu hedefler içeren bir para politikası yönetimini zorunlu kılmıştır. Cari açığın finansmanında portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye girişlerinin artışı ülke ekonomisini daha kırılgan bir hale getirme riskini doğurmaktadır. Zira bu durum uluslararası yatırımcının hızlı reflekslerine karşı iktisadi kırılganlığın derinleşmesine sebep olmaktadır.¹ Sonuçlar itibarıyla krizi izleyen yakın dönemlerde beklenen hasarın minimize edildiği ve uygulanan politikanın ve beraberinde alınan önlemlerin o günün koşullarında krizin tahribatını azalttığı düşünülmüştür. Öte yandan, bankanın brüt döviz rezervlerinin de artmasına katkı sağlayacak ve bilhassa kredilerin sermaye hareketliliğine duyarlılığını azaltmaya hizmet edecek olan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) da kullanılmaya başlanmıştır. ROM ile TCMB kısa vadeli piyasa

¹ Erdem Başçı, Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, *İktisat İşletme ve Finans*, Ocak 2007, s. 2-8, (Çevrimiçi) <https://www.researchgate.net/publication/227441706>, 01.11.2016.

faizlerini rezerv opsiyonu katsayılarını değiştirmek suretiyle etkileyebilmekte ve böylelikle bankaların kısa vadeli kur swapı taleplerini de düşürebilmektedir. Öte yandan ROM ile bankaların TL likidite ihtiyaçlarının da azaldığı gözlenmiştir. Bankaların zorunlu karşılıklarını TL cinsinden mi yoksa döviz/altın olarak mı bulundurabilmelerine imkan sağlayan ROM, ilgili dönemdeki borçlanma maliyetleri de dikkate alındığında alternatif bir saha açması bakımından önemli bir uygulama olarak kabul görmüştür.² Ancak ROM'un para politikasına katkısı ve oluşabilecek muhtemel negatif etkileri mevcut iktisadi koşulların sınırları dahilinde incelenmelidir. Zira, kriz sonrası dönemde bu mekanizmanın uygulanmasından elde edilen başarılar dönemin parasal ve mali unsurları ile küresel konjoktüre karşın sahip olunan avantajlarının etkisi çerçevesinde gelişmiştir.

Grafik: Türkiye Bankacılık Sektörü-Yurtiçi Kredi Hacmi



Kaynak: TCMB

Türkiye örneğinde para yönetimi özelinde cari işlemler açığının yüksek seviyelerde seyretmesinin sermaye hareketlerindeki oynaklıklara karşı makroekonomik istikrarı etkileyerek ekonomiyi kırılgan hale getirdiği gözlenmektedir. Sermaye akımlarının yavaşlaması ile birlikte gelişen 1994, 2001 ve 2008 krizlerindeki ekonomik daralmaları takip eden dönemlerde de görülmüştür ki finansal hareketlerin çoğunlukla kısa vadeli ve oynak olduğu bir iktisadi yapıda küresel risk unsurlarının belirebileceği hızlı değişimlerde ekonominin dayanıklılığının artırılması ve daha esnek bir para politikasına sahip olunması gerekmektedir.³

² Doruk Küçüksaraç, Özgür Özel, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”, **TCMB Çalışma Tebliği**, No: 12/32, Kasım 2012, s. 28, Ankara

³ Kara, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, s. 4.

Ek 22: Son Dönem Ampirik Çalışmalardan Örnekler

Yazar(lar) / (Çalışma Yılı)	Araştırma Dönemi/ Ülke	Araştırma Yöntemi	Değişkenler	Sonuç
Nigar Alev (2019)	2006:Ç1- 2018:Ç2 Türkiye	ARDL Sınır Testi	Enflasyon, mevduat ve kredi faiz oranları, bütçe dengesi, GSYH, Dolar /TL kuru, M1	Uzun dönemde para arzı ve faiz oranı; kısa dönemde ise para arzı enflasyon ile pozitif ilişkilidir.
Swamy V, Dharani M. (2018)	1983 - 2013 24 ekonomi	Granger Nedensellik	Büyüme, özel sektör, finansal ve özel sektöre banka kredileri, borsa şirketlerinin piyasa değeri, işsizlik, yaş bağımlılık oranı, ekonomik özgürlük endeksi, enflasyon, para arzı, milli gelir artışı, nüfus artışı, gerçek faiz oranı, ticaret açığı, DYY, GSM harcama,	Finansal gelişme ve ekonomik büyüme uzun vadede olumsuz yönde ilişkilidir. Finansal derinlik ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin, enflasyon seviyelerinin, ekonomideki reel faiz oranlarının, nüfus bağımlılığının ve ülkenin ticaret açıklığına bağlı etkisine bağlı olması oldukça olasıdır.
Md. Sharif Hossain Rajarshi Mittra, 2017	1978-2014 Yıllık ABD	Granger Nedensellik ve Eşbütünleşme	İşsizlik oranı, uzun vadeli faiz oranı, dışa açıklık, bütçe açığı, para arzı, ekonomik büyüme ve döviz kurunun kısa vadeli ve uzun vadeli etkilerini araştırıyoruz	Bazı çalışmaların aksine parasal bir genişlemeden dolayı gelişen enflasyon oranındaki artışın, incelenen dönem için ABD ekonomisindeki işsizlik oranı üzerinde önemli bir kısa vadeli etkisi yoktur ve burada kısa vadeli Phillip eğrisini destekleyen bir kanıt bulunamamıştır.
İsmail Hakkı Kofoğlu (2018)	2006-2017 Türkiye	Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	M1-M2-M3, Nominal GSYH, Toplam Kredi Hacmi, TÜFE	Para arzının içsel olmadığı belirlenmiştir.
Okan Eren, Süleyman Hilmi Kal, Mustafa Utku Özmen (2017)	1994-2016 Türkiye	Panel Vektör Otoregresyon	TÜFE, üreticiye ödenen fiyat, üretim, ihracat ve ithalat miktarları	Üreticiye ödenen fiyat ve yurtiçine arz edilen üretim miktarı TÜFE'yi etkiler. Arzın artırılmasına yönelik politikalar etkin olacaktır.

Nazima Ellahi (2017)	1975-2015 Pakistan	ARDL	Enflasyon, para arzı, kamu harcamaları, mal ve hizmet ithalatı ve GSYH	Para arzı enflasyon üzerinde anlamlı ve negatif etkiye; kamu harcamaları enflasyon üzerinde anlamlı ve pozitif etkiye; GSYH enflasyon üzerinde negatif etkiye sahiptir. Değişkenlerin hiçbirinin kısa dönemde enflasyon üzerinde anlamlı etkisi bulunmamaktadır.
Hasan İslatince (2017)	1988-2016 Türkiye	Johansen Eşbütünleşme	M2, TÜFE, Ücret	Para ve fiyatlar arasındaki nedensellik ilişkisi için monetarist yaklaşım doğrulanmamıştır ancak ilişkinin çift yönlü olduğunu öne süren yapısalci yaklaşım doğrulanmıştır. Enflasyonist süreçte talep faktörlerinin etkin olduğu, arz yönlü faktörlerin, özellikle maliyet unsurlarının baskın olmadığı görülmüştür.
Vugar Rahimov, Shaig Adigozalov, Fuad Mammadov (2016)	2003-2015 Azerbaycan	VAR Analizi	Enflasyon oranı, ticaret yapılan ülkenin enflasyon oranı, nominal efektif döviz kuru, M2, reel GDP (petrol hariç), krediler	Ticaret ortaklarının enflasyon oranı, ülkede uygulanan maliye politikası, döviz kuru ve yaşanan şoklar enflasyonun temel belirleyicileridir. Para arzındaki değişmelerle arz şokları enflasyonu açıklamada önemli bir rol üstlenmezler.
Jos Hryan-Collins, Richard A. Werner, Jennifer Castle (2016)	1963Ç1-2012Ç4 İngiltere	Johansen Eşbütünleşme	Nominal GSYH geniş tanımlı para arzı, uzun ve kısa dönem faiz oranları, kredi büyüme hızı	Para politikası ve piyasa çıkışı ile para politikası aktarım mekanizması arasındaki ilişkide nedensellik tespit etmek zor olmuştur. Sonuçlar sadece nominal kredinin büyüme hızı ile reel ekonomi arasındaki uzun vadeli eş bütünleşme ilişkisini göstermektedir.
Mehmet Zeki Ak, Nurullah Altıntaş, Ahmet Salih Şimşek (2016)	1989-2011 Türkiye	Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi, Granger Nedensellik	GSYH ve M2, sermaye piyasası firmalarının piyasa değerleri toplamının GSYH'ya oranı, özel sektöre aktarılan krediler, borsadaki işlem hacminin GSYH'ya oranı	Büyümeden finansal gelişmeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Ekonomik büyüme finansal sistemin gelişimini hızlandırmaktadır ve bu süreci yönlendiren reel sektörün gelişimi iken finansal sektör büyüme sürecinde pasiftir.

M. Göktuğ Kaya Ersan Öz (2016)	1980-2014 Türkiye	ARDL Sınır Testi	TÜFE, M2, bütçe dengesinin GSYH'ya oranı, reel döviz kuru	Enflasyon ve para arzı arasında uzun dönemde anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunurken, enflasyon ve bütçe açığı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.
Cengizhan Yıldırım (2016)	1997-2014 Brezilya, Türkiye, Endonezya, Hindistan, G. Afrika	Panel Veri ve Nedensellik Analizi, Dumitrescu ve Hurlin	Kredi faizleri, tüketici fiyat endeksi	Tüketici fiyat endeksi ve faiz oranı değişkenlerinin uzun dönemde eş-bütünleşme ilişkisine sahip olduğu görülmektedir.
İsmet Göçer, Nur Aydın, Ayşegül L. Sümer (2016)	2006:1-2015:6 Aylık Türkiye	Dinamik EKK (DOLS)	TÜFE, yurtiçi kredi hacmi, üretici fiyat endeksi, tüketici güven endeksi ve özel tüketim vergisi	Uzun dönemde enflasyonun en önemli belirleyicileri yaşanan maliyet artışları ve tüketicilerden alınan vergilerdir.
İsmail Şahin, Muhammet Karanfil (2015)	1980-2013 Türkiye	Eş bütünleşme ve Granger Nedensellik	Enflasyon oranı, para arzı, reel döviz kuru, bütçe açığı	Modelde yer alan değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmuştur. Enflasyon ve para arzı değişkenleri arasında ise doğrudan bir nedensellik bulunamamıştır.
Serap Bedir ve Arzu Tural (2014)	1970-2010 Türkiye	ARDL Sınır Testi	Tüketici fiyat endeksi; konsolide bütçe gelir-gider farkının GSMH'ya oranı; döviz kuru; GSYH; ihracat ve ithalat toplamının /M2'nin/toplam borç servisinin/kamu ve kamu garantili borç servisinin ve kamu genel tüketim harcamalarının GSYH içindeki payları; mevduat faiz oranı; ham petrol varil fiyatı	Para arzı enflasyonun belirleyicisi değildir. Bütçe açığı ve kur artışı enflasyon üzerinde etkilidir.
Fatma Turan Koyuncu (2014)	1987Ç1-2013Ç4 Türkiye	Var Analizi, Granger Nedensellik Testi	Enflasyon, M2, bütçe açığı	Para arzından enflasyona doğru tek yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir.
Cuma Bozkurt (2014)	1999.Ç2 – 2012.Ç2 Türkiye	Johansen Juselius Cointegration Testleri, ADF Birim Kök Testi	Para arzı (M2), GSYH, paranın dolaşım hızı ve deflatör	Uzun dönemde enflasyonun temel belirleyicisi para arzı ve paranın dolaşım hızıdır.

Tuncay Can, N. Tuba Yılmaz (2014)	2006Ç2- 2012Ç4 Türkiye	Oyun Teorisi	Para arzı, vergi gelirleri, devlet harcamaları ve faiz oranı, BİST 100 endeksi	Devletin para arzını artırdığı noktada piyasa aktörleri sabit kalma stratejisini uyguladığında reel büyümenin optimum seviyede gerçekleştiği ve oyun değerinin %68 ile devletin lehine olduğu gösterilmiştir.
Richard A. Werner (2014)	1995Ç1- 2013Ç3 İspanya	Eş bütünleşme ve Granger Nedensellik	M1, İspanya 10 yıllık gösterge devlet tahvili getirisi, GSYH, finansal krediler GSYH, finansal krediler	Banka kredisi yaratılmasından nominal GSYH büyümesine doğru tek yönlü nedensellik olduğu görülmüştür.
Mehmet Adak (2013)	1987Ç2 - 2007Ç3 Türkiye	Granger Nedensellik Testi, Sıradan EKK Yöntemi	GSMH, M2	Para arzı ile aynı çeyreklikte ve takip eden 4. dönemde ekonomik büyümede artış olurken, takip eden 2. ve 3. dönemlerde para arzı ekonomik büyüme üzerine negatif etki oluşturmuştur.
Wang Yan- Liang (2012)	1998:01- 2007:11 Aylık Çin	Granger ve Johnsen Eş Bütünleşme	Enflasyon, M2, GSYH, yedi gün içindeki bankalar arası getiri oranı	Para arzı, enflasyon ve ekonomik büyüme arasında istikrarlı bir denge yoktur ve para arzı ile ekonomik büyüme arasında ortak bir eş bütünleşme ilişkisi yoktur. Ancak tek başına para arzı ve enflasyon arasında istikrarlı bir denge vardır. Ekonomik büyüme ve para arzı enflasyonun sebebi olabilir.
Mehmet Özmen F.İdil Koçak (2012)	1994Ç1- 2011Ç4 Türkiye	Eş bütünleşme, ARDL	TÜFE, para arzı, bütçe açığı	Para arzı ile enflasyon arasında anlamlı ilişki elde edilmiş ancak, bütçe açığı ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişki görülememiştir. Parasalcı görüş desteklenmiştir.

Keshab Bhattarai (2011)	1970: Ç2 2006: Ç1 İngiltere	EKK, İki Aşamalı EKK, Üç Aşamalı EKK	Büyüme oranı, faiz oranı ve enflasyon, para arzı büyüme oranı, döviz kuru ve gecikmeli faiz oranı	Faiz oranı ve paranın büyüme oranı arasında pozitif; döviz kuru ile faiz oranı arasındaki ilişki negatif olarak belirlenmiştir. Para arzındaki artış oranı ile enflasyon arasında önemli bir ilişki vardır. Üç tahmin yönteminin tümü de para arzının çalışma süresi boyunca büyüme oranı, enflasyon ve faiz oranının önemli bir belirleyicisi olduğunu göstermektedir.
Asuman Oktayer (2010)	1987Ç1- 2009Ç4 Türkiye	Johansen- Juselius Eşbütünleşme Testi	TEFE, M1, M2Y ve bütçe açığının gayri safi yurt içi hasılaya oranı.	Bütçe açıkları, para arzı ve enflasyon arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğu ve bütçe açıklarının enflasyon üzerinde doğrudan etkili olduğu görülmektedir.
Serpil Türkyılmaz, Erkan Özata (2009)	2001:05- 2005:12 Aylık Türkiye	Granger , Etki-Tepki Analizi	Para Arzı (M1), Faiz Oranları, Hisse Senedi Fiyatları	Para arzından hisse senedi fiyatlarına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Para arzı ile faiz oranı arasında karşılıklı olarak bir nedensellik bulunamamıştır.
Aydın SARI (2009)	1986:10- 2006:01 Aylık Türkiye	Markov Dönüşümlü ARCH	Döviz kuru oynaklığı, faiz oynaklığı, imalat endeksi ve para arzı	Türkiye’de imalat sektörünü faiz oynaklığından çok döviz kuru oynaklığının etkilediği görülmüştür.
Levent Korap (2009)	1987Ç1 – 2008Ç3 Türkiye	Vektör Otoregresif Etki-Tepki Tahminleri, Granger	Rezerve para ve dolasımındaki para ile M1 ve M2 yıllık büyüme oranları, enflasyon oranı	Enflasyondaki değişimden parasal büyüklüklerin büyüme oranındaki değişime doğru güçlü bir nedensellik ilişkisi vardır. Enflasyon değişim oranlarındaki pozitif şoklar güçlü ve anlamlı olarak para arzı göstergelerinde pozitif bir etki meydana getirirken; para arzı göstergeleri üzerindeki pozitif şokların enflasyon üzerinde kesin ve anlamlı bir etkisi olmadığı görülmüştür.
Ender Tüzün (2007)	1980-2004 Yıllık Türkiye	Ekonometrik Model	TÜFE, M2, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği, Dolar Kuru, Konsolide Bütçe Dengesi	Para arzı ile enflasyon arasında ters yönlü ilişki ile para arzındaki artışlar enflasyonu arttırmayıp, tam tersine azaltmaktadır.

Nedim DİKMEN (2006)	1987-2003 Yıllık Türkiye	St. Louis Model Uygulaması	M1 ve M2 büyüme hızı, nominal kamu harcamaları büyüme hızı, GSMH büyüme hızı	Nominal GSMH’da meydana gelen değişimler üzerinde belirleyici politika parasalcıdır (monetarist görüş) ve GSMH büyüme hızı üzerinde daha etkili bir rol oynamaktadır.
Nihat Işık, Mustafa Acar (2006)	1987Ç1-2002Ç4 Türkiye	VAR yöntemi	GSMH, enflasyon, döviz kuru, para arzı ve faiz oranı	Para arzı enflasyonu direk etkilerken, döviz kurunun enflasyonu dolaylı olarak etkilediği görülmüştür
Fatma Davarcıoğlu Özaktaş (2005)	1989:2-2004:4 Aylık Türkiye	Etki-Tepki Analizi	Baz para stoku, kamu borcu, faiz oranını	Enflasyonist süreçte baskın otoritenin tespitine ilişkin, gelecek dönem fazlaları ile kamu yükümlülükleri arasındaki etki-tepki analizine göre, birincil fazla ile gelecek dönem yükümlülükler arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.
C. Yenal Kesbiç, Ercan Baldemir, Esat Bakımlı (2004)	1989-2003 Aylık Türkiye	Eşanlı denklem sistemi	GSMH, TÜFE, iç borç stoku, kamu harcamaları, para arzı ve iç borç faizi	Bütçe açıklarının finansmanı ile parasal büyümenin arasındaki ilişkinin enflasyon üzerinde bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.
Aykut Ekinci (2003)	1990-2002 Yıllık Türkiye	EKK Yöntemi, Basit Regresyon Analizi	M2 Para arzı (bağımsız değişken), kamu harcamaları, GSMH, enflasyon, faiz oranı ve yatırımlar	Para arzının enflasyon, kamu harcamaları ve GSMH üzerinde doğrudan etkisi mevcuttur. Ancak bu durum faiz oranları ve yatırımlar için geçerli değildir. En kuvvetli ilişki para arzı ile kamu harcamaları arasında bulunmuştur.
Ayça Tekin-Koru, Erdal Özmen (2003)	1983Ç1-1999Ç4 Türkiye	2 alternatif trivariate sistem için VAR modeli	M2Y, bütçe açığının GSYH’ya oranı, TEFE	Para büyümesinin enflasyonun uzun dönemdeki evrimi için dışlayıcı olduğunu belirten miktar teorisi hipotezi reddedilmiştir. Ancak kanıtlar para büyümesi ve enflasyonunun birlikte belirlendiğini göstermektedir.
Münevver Turanlı, Ünal H. Özden, Dicle Dem Rhan (2002)	1996-2001 Aylık Türkiye	Granger Nedensellik, Engle-Granger Cointegration Testi	M2, Enflasyon,	Para arzı ve enflasyon değişkenleri birbirleriyle eşanlı olarak ilişkilidir ve bu değişkenler arasında geri besleyici bir ilişki mevcuttur.

Kaynak: Yazar, 2019.

Ek 23: Dünya Bankası'ndaki Projelerin Konularına Göre Dağılımı

Konu	Sayı	Konu	Sayı
Âdemi merkezileştirme	697	Diğer sosyal koruma ve risk yönetimi	35
Kırsal hizmetler ve altyapı	381	Vergi politikası ve idaresi	33
Katılım ve sivil katılım	335	Diğer çevre ve doğal kaynak yönetimi	31
Kamu harcamaları, finansal yönetim ve tedarik	207	Kanun reformu	30
Herkes için eğitim	167	Doğal afet yönetimi	29
İdari ve sivil hizmet reformu	158	Yoksulluk stratejisi, analiz ve izleme	29
Belediye yönetimi ve kurumsal yapı	152	Kırsal çiftlik dışı gelir üretimi	29
Sağlık sistemi performansı	148	Sosyal analiz ve izleme	27
Yoksullar için kentsel hizmetler ve konutlar	119	Diğer insan gelişimi	26
Cinsiyet	89	İklim değişikliği	25
Çevre politikaları ve kurumlar	87	İhracat gelişimi ve rekabet gücü	22
Kirlilik yönetimi ve çevre sağlığı	85	Diğer bulaşıcı hastalıklar	21
Özel sektör gelişimi için altyapı hizmetleri	80	Diğer sosyal gelişim	21
Su kaynakları yönetimi	79	Borç yönetimi ve mali sürdürülebilirlik	17
Diğer kırsal kalkınma	77	Sosyal Koruma ve Çalışma Politikası ve Sistemleri	17
Kırsal politikalar ve kurumlar	74	Yaşlılık, Engellilik ve Hayatta Kalma İçin Gelir Desteği	16
Arazi yönetimi ve yönetimi	71	Diğer ekonomik yönetim	15
Diğer kentsel gelişim	69	Makroekonomik yönetim	14
Düzenleme ve rekabet politikası	69	Kişisel ve mülkiyet hakları	14
Emek piyasalarının iyileştirilmesi	65	Teknoloji yayını	14
Belediye finansmanı	64	Ticaretin kolaylaştırılması ve pazara erişim	14
Nüfus ve üreme sağlığı	62	Piyasa ekonomisi için yasal kurumlar	12
Çocuk sağlığı	61	Sıtma	12
Sosyal Güvenlik Ağları/Sosyal Yardım ve Bakım Hizmetleri	58	Yaralanmalar ve bulaşıcı olmayan hastalıklar	11
Bilgi ekonomisi için eğitim	53	tüberküloz	11
Kırsal pazarlar	49	Bölgesel entegrasyon	9
Diğer finansal ve özel sektör gelişimi	46	Ekonomik istatistikler, modelleme ve tahmin	8
Diğer kamu sektörü yönetişimi	46	Uluslararası finansal standartlar ve sistemler	8
Beslenme ve gıda güvenliği	45	Yargı ve diğer uyuşmazlıkların çözüm mekanizmaları	8
Çatışma önleme ve çatışma sonrası yeniden yapılandırma	39	Kurumsal Yönetim	3
Diğer hesap verebilirlik / yolsuzlukla mücadele	39	Küresel gıda krizine müdahale	3
HIV / AIDS	38	Diğer hukuk devleti	3
Yerli insanlar	38	Yasa ve adalete erişim	2
Mikro, Küçük ve Orta Ölçekli İşletme desteği	38	Ekonomik büyümenin analizi	2
Biyoçeşitlilik	37	Uluslararası finansal mimarlık	1
Devlete ait teşebbüs yeniden yapılandırma ve özelleştirme	36	Yasal hizmetler	1

Kaynak: Dünya Bankası, 2019.

Ek 24: Seçili Ülkeler Büyüme Oranları

(Reel GSYİH büyümesi-Yıllık yüzde değişim)

	Çin H.C.	Rusya F.	Japonya	Kanada	Dünya
1991	9,3	-5	3,4	-2,1	2,6
1992	14,2	-14,5	0,8	0,9	2,3
1993	13,9	-8,7	-0,5	2,7	2,1
1994	13	-12,7	1	4,5	3,3
1995	10,9	-4,1	2,7	2,7	3,3
1996	9,9	-3,6	3,1	1,6	3,8
1997	9,2	1,4	1,1	4,3	4
1998	7,8	-5,3	-1,1	3,9	2,6
1999	7,7	6,4	-0,3	5,2	3,6
2000	8,5	10	2,8	5,2	4,8
2001	8,4	5,1	0,4	1,8	2,5
2002	9,1	4,7	0,1	3	3
2003	10	7,3	1,5	1,8	4,3
2004	10,2	7,2	2,2	3,1	5,4
2005	11,4	6,4	1,7	3,2	4,9
2006	12,7	8,2	1,4	2,6	5,5
2007	14,3	8,5	1,7	2,1	5,6
2008	9,7	5,2	-1,1	1	3
2009	9,4	-7,8	-5,4	-2,9	-0,1
2010	10,6	4,5	4,2	3,1	5,4
2011	9,5	5,1	-0,1	3,1	4,3
2012	7,9	3,7	1,5	1,8	3,5
2013	7,8	1,8	2	2,3	3,5
2014	7,3	0,7	0,4	2,9	3,6
2015	6,9	-2,3	1,2	0,7	3,5
2016	6,7	0,3	0,6	1,1	3,4
2017	6,8	1,6	1,9	3	3,8
2018	6,6	2,3	0,8	1,9	3,6
2019	6,1	1,1	0,9	1,5	3

Kaynak: IMF Data, 20.03.2020.

Ek 25: Seçili Ülke Enflasyon Oranları

Yıl	Çin	Rusya	Japonya	Kanada
1991	3,4	135,6	3,3	5,6
1992	6,4	1569,1	1,8	1,5
1993	14,7	874,3	1,2	1,9
1994	24,1	307,5	0,7	0,1
1995	17,1	197,3	-0,1	2,2
1996	8,3	47,8	0,1	1,6
1997	2,8	14,8	1,7	1,6
1998	-0,8	27,7	0,7	1
1999	-1,4	85,7	-0,3	1,7
2000	0,4	20,8	-0,7	2,7
2001	0,7	21,5	-0,7	2,5
2002	-0,8	15,8	-0,9	2,3
2003	1,2	13,7	-0,3	2,7
2004	3,9	10,9	0	1,8
2005	1,8	12,7	-0,3	2,2
2006	1,5	9,7	0,3	2
2007	4,8	9	0,1	2,1
2008	5,9	14,1	1,4	2,4
2009	-0,7	11,6	-1,3	0,3
2010	3,3	6,8	-0,7	1,8
2011	5,4	8,4	-0,3	2,9
2012	2,6	5,1	-0,1	1,5
2013	2,6	6,8	0,3	0,9
2014	2	7,8	2,8	1,9
2015	1,4	15,5	0,8	1,1
2016	2	7	-0,1	1,4
2017	1,6	3,7	0,5	1,6
2018	2,1	2,9	1	2,2
2019	2,3	4,7	1	2

Kaynak: IMF Data, 20.03.2020.

Ek 26: Seçili Ülkeler Ödemeler Dengesi Sermaye ve Finans Hesabı

Ülkeler	Çin		Rusya		Japonya		Kanada	
Hesap Yıl	Sermaye Hesabı	Finans Hesabı	Sermaye Hesabı	Finans Hesabı	Sermaye Hesabı	Finans Hesabı	Sermaye Hesabı	Finans Hesabı
2006	4.020,1	-45.285,3	290,7	-3.611,7	-4.756,6	105.937,9	-206,7	19.127,1
2007	3.099,1	-91.132,5	-10.640,7	-97.107,8	-4.028,8	187.289,7	-268,6	9.467,4
2008	3.051,4	-37.074,8	-103,8	139.617,0	-5.468,5	149.646,8	-246,9	-3.070,4
2009	3.939,3	-194.493,7	-12.466,2	28.157,1	-4.990,6	140.683,9	-733,6	-52.580,7
2010	4.630,5	-282.234,2	-41,1	21.528,7	-4.964,3	203.004,3	-121,3	-62.117,1
2011	5.446,3	-260.024,1	129,7	76.118,1	497,0	-19.029,7	4.666,0	-57.394,1
2012	4.272,3	36.038,1	-5.217,7	25.674,9	-1.017,2	91.341,4	-273,0	-65.629,6
2013	3.052,0	-343.048,3	-394,9	46.212,9	-7.681,2	-43.013,3	-103,1	-61.952,9
2014	-32,7	51.361,0	-42.005,1	130.991,9	-1.993,5	50.241,6	361,1	-48.503,7
2015	316,1	434.462,1	-309,1	68.623,9	-2.252,7	175.806,5	-85,6	-60.788,2
2016	-344,4	416.070,3	-764,1	10.063,2	-6.579,7	270.090,5	-67,8	-51.099,6
2017	-91,5	-109.536,8	-192,3	12.172,7	-2.499,0	142.625,5	-58,3	-42.410,2
2018	-568,6	-130.566,9	-1.106,5	76.521,9	-1.941,8	157.929,4	-59,9	-33.815,7

Kaynak: IMF Data, 20.03.2020.

Ek 27: Çin'in Reform Öncesi Dönemi

Reform öncesi dönemde de Çin'in sosyalist ekonomik sisteminde hükümet ulusal ekonominin planlanmasından ve yönetilmesinden doğrudan sorumlu merciiydi. 1982 tarihli Devlet Anayasası, devletin ülkenin ekonomik kalkınmasına rehberlik edeceğini ve Devlet Konseyinin ulusal ekonomik plan ve devlet bütçesinin hazırlanmasında ve uygulanmasında alt organlarını yönlendireceğini belirtir. Hükümet aygıtının büyük bir kısmı ekonomiyi yönetmeye adanmıştır. Devlet Konseyi altındaki 100'den fazla bakanlık, komisyon, idare, büro, akademi ve kurumdan birkaçı ekonomik meselelere konsantre olacak şekilde kurgulanmıştı. Piyasalar 1948 yılında kurulan ve 1983'te merkez bankası olarak tanımlanan Çin Halk Bankası (The People's Bank of China, PBC) başta olmak üzere Devlet Planlama Komisyonu, Devlet Ekonomik Komisyonu, Devlet Makine İmalat Sanayi Komisyonu ve Tarım-Hayvancılık-Balıkçılık Bakanlığı aracılığıyla kontrol edilirdi. Ulusal Halk Kongresi ve Devlet Konseyi tarafından kabul edilen ekonomik politikalar ve kararlar, Devlet Konseyinin altındaki ekonomik organizasyonlara aktarılarak, bu organizasyonların ekonominin çeşitli sektörlerinin planlarına dahil edilmesi suretiyle, doğrudan ve dolaylı kontrol mekanizmalarıyla uygulanırdı. Ekonominin Devlet Konseyi altındaki kuruluşları ise kendi yetki alanındaki birimleri il ve yerel düzeylerdeki alt ofisler aracılığıyla yönetirdi.

Dış ticaret; Dış Ekonomik İlişkiler ve Ticaret Bakanlığı, Gümrük Genel İdaresi ile Bank of China (ithalat için gerekli olan yabancı para birimine erişimi kontrol eden ve aynı zamanda Çin bankacılık sisteminin döviz sorumlusu olan banka) tarafından yönetilirdi. 20. yy'ın başlarında Çin'in merkez bankası rolünü de üstlenmiş olan ve günümüzde devlete ait ticari bir banka olarak faaliyette bulunan Bank of China¹, Çin merkez Bankası'ndan ayrılan bir göreve, döviz işlemlerini yönetmeye kanallı edilmişti. Banka, tüm işlemlerini döviz cinsinden gerçekleştirirdi ve aynı zamanda ülkenin döviz rezervlerinin yönetimi, yabancı krediler, Çin'in ulusal parasına

¹ "Bank of China Introduction", **Bank of China**, (Çevrimiçi)
https://www.boc.cn/en/aboutboc/ab1/200809/t20080901_1601737.html, 05.01.2020.

karşı döviz kurunun belirlenmesi, akreditif işlemleri ve yabancılarla yapılan tüm finansal işlemlerin yürütücüsü olma sorumluluğunu üstlenmişti.

Çin Halk Bankası ise merkez bankası olarak bankacılık sisteminin temeli konumunda para arzını kontrol etme ve para basma sorumluluğunun yanı sıra devlet hazinesi, ekonomik birimler için ana kredi kaynağı, finansal işlemler için takas merkezi, işletme mevduatı saklayıcısı, ulusal tasarruf bankası ve iktisadi faaliyetlerin takipçisi olarak görev yapacak şekilde kurgulanmıştı. Dövizle konu olan işlemler ise yukarıda da bahsedildiği üzere Bank of China tarafından gerçekleştirilmekteydi.

Çin ekonomisinde reform öncesi bankacılık sistemi tüm finansal hizmetler, krediler ve para arzı üzerinde kesin kontrol sahibi olan Maliye Bakanlığı altında merkezleştirilmişti. 1980'lerin sonlarında, reform programının ihtiyaçlarını karşılamak için bankacılık sistemi genişletildi ve bu kapsamda bankacılık faaliyetleri çeşitlendirildi ve artırıldı. Yeni bütçe süreci ile devlet, kamuya ait işletmelerinin gelir vergisini ödemelerini ve banka kredisi şeklinde yatırım fonları aramalarını zorunlu hale getirdi. Çin bankacılık sistemi 1987 yılına kadar Çin Halk Bankası, Tarım Bankası, Çin Bankası, Çin Yatırım Bankası, Çin Sanayi ve Ticaret Bankası, Halk İnşaat Bankası, İletişim Bankası, Çin Halk Sigorta Şirketi, Kırsal Kredi Kooperatifleri ve Kentsel Kredi Kooperatiflerini kapsıyordu. 80'lerin sonlarına doğru borsalar açılmaya başladı ve döviz işlemlerine açık kredi kartı kullanımına izin verildi.

Çin'deki bankacılık sistemi finansal işlemler ve para arzı üzerinde sıkı bir kontrol mekanizmasına bağlıdır. Ülkedeki tüm önemli alım ve satıma dayalı ticari faaliyetlerin ve gerçekleştirilen finansal faaliyetlerin paraya olan ihtiyacın azaltılması amacıyla bankacılık sistemi kanalıyla ilerletilmesi mecburidir. Aynı zamanda hane halkı ve kurumlar için banka harici ihtiyatı tutulan nakit düzeyi sınırlıdır ve kamu kuruluşlarının tamamı ile ülkedeki diğer ekonomik birimlerin finansal varlıklarını mevduat olarak bankada tutmaları zorunludur.²

² Thomas R. Gottschang, "Economic Context", **China: A Country Study**, Ed. By. Robert L. Worden, Andrea Matles Savada, Ronald E. Dolan, Library of Congress, Federal Research Division, 1988, p.205-260.

Ek 28: Rusya Federasyonu Merkez Bankası'nın Birimleri

- Merkez Ofis
- Yönetim Ofisi (İcra Dairesi)
- İstatistik ve Veri Yönetimi Bölümü
- Araştırma ve Öngörü Departmanı
- Nakit Dolaşım Departmanı
- Ulusal Ödeme Sistemi Departmanı
- Muhasebe ve Raporlama Dairesi
- Muhasebe Düzenleme Bölümü
- Piyasaya Erişim ve Finansal Kurumların Faaliyetine Son Verilmesi Dairesi
- Mali Çözünürlük Departmanı
- Kurumsal İlişkiler Bölümü
- Bankacılık Denetleme Dairesi
- Risk Analizi Hizmeti
- Bankacılık Düzenleme Dairesi
- Sistemik Olarak Önemli Bankalar Denetleme Dairesi
- Devam Eden Bankacılık Denetimi Hizmeti
- Rusya Merkez Bankası Muayene
- Piyasa İşlemleri Bölümü
- Piyasa Hizmetleri Departmanı
- Finansal İstikrar Dairesi
- Finansal İzleme ve Döviz Kontrol Departmanı
- Para Politikası Bölümü
- Toplu Yatırım ve Güven Yönetimi Bölümü
- Menkul Kıymetler Piyasası ve Emtia Piyasası Departmanı
- Mikrofinans Piyasası Departmanı
- Rapor İşleme Bölümü
- Suiistimale Mücadele Dairesi
- Tüketicinin Korunması ve Mali İş Alma Hizmeti
- Hukuk Departmanı
- Saha Kurumları Departmanı
- Bilgi Teknolojileri Bölümü
- Finansal Teknoloji Bölümü
- Proje ve Süreç Departmanı
- İnsan Kaynakları Departmanı
- Finans Departmanı
- İç Denetim Birimi
- Uluslararası İşbirliği Departmanı
- Halkla ilişkiler Departmanı
- İdari Departman
- Rusya Bankası Satınalma Departmanı
- Gayrimenkul Departmanı
- Bilgi Güvenliği Departmanı
- Güvenlik Departmanı
- Finansal Piyasa Stratejisi Departmanı
- Sigorta Piyasası Departmanı
- Merkez Bankası Akademisi ¹

¹ "Structural Units of the Bank of Russia", **Bank of Russia**, (Çevrimiçi)
https://www.cbr.ru/eng/today/bankstructute/bankstructute_sub/, 12.03.2019.

Ek 29: Rusya Merkez Bankası'nın Temel İşlevleri

Ruble'nin ülkedeki tek resmi basım yetkilisi olan Rusya Merkez Bankası'nın yasa ile belirlenmiş temel işlevlerinin başlıcaları şöyledir:

- i. Rusya Federasyonu Hükümeti ile işbirliği içinde tek bir devlet para politikası yürütülür ve yine hükümetle işbirliği içinde finans piyasasının istikrarlı bir şekilde çalışmasını sağlamak ve geliştirmek için bir politika hazırlar ve yürütür.
- ii. Ülkedeki nakdin temin edilmesini ve nakit dolaşımını düzenler.
- iii. Son kredi mercidir.
- iv. Rusya Federasyonundaki takas/ödeme sistemi kurallarını belirler.
- v. Ulusal ödeme sisteminin denetimini ve gözetimini yapar.
- vi. Bankacılık işlemlerinin yürütülmesine dair kuralları belirler.
- vii. Rusya Federasyonu bütçe hesaplarına hizmet verir.
- viii. Rusya Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerini yönetir.
- ix. Kredi kuruluşlarının devlet tescil kararlarını verir, kredi kuruluşlarına bankacılık lisansları verir ve bunların askıya alınması ile iptal edilmesi işlemlerini yürütür.
- x. Devlet dışı emeklilik fonlarının devlet kayıt kararlarını verir.
- xi. Kredi kurumlarının ve bankacılık gruplarının faaliyetlerini denetler.
- xii. Kredisiz finansal kuruluşların federal yasalara uygun faaliyetleri üzerindeki düzenleme, kontrol ve idaresini yürütür.
- xiii. Menkul kıymetler teminatlarını kaydeder ve menkul kıymet sorunlarının sonuçları hakkında raporlar çıkarır;
- xiv. Anonim şirketler ve menkul kıymetler hakkında Rusya Federasyonu mevzuatının gerekliliklerine göre ihraççıların uygunlukları üzerinde kontrol ve denetim çalışmaları yapar.
- xv. Anonim şirketlerde kurumsal yönetim üzerinde düzenleme, kontrol ve denetim çalışmalarını yürütür.
- xvi. Rusya Federasyonu Hükümeti adına Bankanın işlevlerini yerine getirmek için gerekli her türlü bankacılık işlemlerini ve diğer işlemleri yürütür;
- xvii. Rusya Federasyonu mevzuatı uyarınca, döviz düzenlemesi sürecini ve döviz kontrolünü sürecini düzenler ve yürütür.
- xviii. Uluslararası kuruluşlarla, yabancı devletlerle ve tüzel kişilerle ve özel şahıslarla anlaşmaları gerçekleştirme süreçlerini belirler.
- xix. Kredi kuruluşları, Rusya Merkez Bankası ve banka dışı finansal kurumlar için sektörel muhasebe standartlarını, kredi kurumları için hesap çizelgesini ve başvuru prosedürünü, Rusya Merkez Bankası hesap çizelgesini ve bunun prosedürünü onaylar.

- xx. Banka dışı finansal kuruluşlar için hesap planını ve başvuru süreçlerini onaylar;
- xxi. Ruble resmi döviz kurlarını yayınlar. (Dalgalı kur rejimi uygulanmakta)
- xxii. Ülkenin ödemeler dengesi tahmininde bulunmaya katılır.
- xxiii. Ülkenin mali hesabını ulusal hesap sistemi içinde derlemeye yönelik bir yöntem geliştirmede yer alır ve mali hesabının tutulması sürecini düzenler.
- xxiv. Rusya Federasyonu'nun ödemeler dengesini, uluslararası yatırım pozisyonunu, dış ticaretteki istatistiki verilerini, dış borcunu, ülkedeki uluslararası rezervleri, yurtdışına doğrudan yatırımlarını ve doğrudan yatırımları derler. Rusya Federasyonu ve Rusya Federasyonu'nun yurtdışına doğrudan yatırımı;
- xxv. Ülkenin ödemelerinin dengesini, uluslararası yatırım pozisyonunu, dış ticaretteki hizmetlerini, dış borcunu, uluslararası rezervlerini derlemek için Rusya Federasyonu'nda ve Rusya Federasyonu'nun yurtdışındaki doğrudan yatırımında istatistiksel bir yöntem geliştirerek, federal istatistiksel gözlem formları dahil olmak üzere birincil istatistiksel verileri sağlama prosedürünü ve formlarını onaylar.
- xxvi. Ülkenin ekonomik durumunu analiz eder ve öngöründe bulunarak ilgili raporları ve istatistiksel verileri yayınlar.
- xxvii. Rusya Merkez Bankası ödemelerini, zorunlu mevduat sigortası sistemi kapsamında olmayan mevduatları takip eder.
- xxviii. Uluslararası Para Fonu Anlaşması'nın öngördüğü işlemleri yürütür ve Uluslararası Para Fonu ile anlaşmalar yapar.
- xxix. İçeriden öğrenilen bilgilerin yasadışı kullanımına ve piyasa manipülasyonuna karşı koyma konusunda Rusya Federasyonu mevzuatının gerekliliklerine uygunluk kontrolünü yürütür.
- xxx. Zorunlu emeklilik sigortası kapsamındaki sigortalılar, emekliler ve devlet dışı emekliliğe dahil olanlar da olmak üzere tüm sigortalıların ve finansal piyasalardaki hissedarlar ile yatırımcıların yasal çıkarlarını korur.
- xxxi. Elektronik finansal mesajlaşma hizmetlerini organize eder.
- xxxii. Federal yasalara uygun diğer işlevleri yerine getirir.¹

¹ Rusya Merkez Bankası, (Çevrimiçi) <https://www.cbr.ru/eng/today/bankstatus/>, 09.03.2019

KAYNAKÇA

- Ahmad, Khurshid: "The Challenge of Global Capitalism: An Islamic Perspective", **Making Globalization Good: The Moral Challenges of Global Capitalism**, Ed. by John H. Dunning, Oxford University Press, 2003.
- Ak, Mehmet Zeki, Nurullah Altıntaş, Ahmet Salih Şimşek: "Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Nedensellik Analizi", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 17 (2) 2016, 151-160, s.158.
- Albert, Michel: **Capitalism Vs. Capitalism: How America's Obsession with Individual Achievement and Short-Term Profit Has Led It to the Brink of Collapse**, Trans. by Paul Haviland, New York, Basic Books, 1993, p. 10-16.
- Altınkemer, Melike: "Karşılıksız Para Basmak Neden Enflasyonisttir?", **TCMB Tartışma Tebliğ**, No: 9616, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, , Temmuz 1996, s.50, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Arastirma+Yayinlari/Calisma+Tebliğleri/>, 23.03.2019.
- Altınkemer, Melike: "Para İkamesi, Hiperenflasyon ve İstikrar Programı", **TCMB Tartışma Tebliğ**, No: 9629, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Kasım 1996, s.294.
- Altun, Oğuz: "Borsaların Kar Amaçlı Şirketlere Dönüşümü", **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 30.06.2008 OA/5, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/964>, 01.12.2018.
- Amador, Manuel, Javier Bianchi, Luigi Bocola, Fabrizio Perri: "Exchange Rate Policies at the Zero Lower Bound", **Federal Reserve Bank of Minneapolis**, Working Paper, 740, October 2017, s.21-23, (Çevrimiçi) <https://minneapolisfed.org/research/wp/wp740.pdf>, 27.11.2017.
- Amin, Samir: "The Ancient World-Systems Versus the Modern Capitalist World-System", **Research Foundation of State University of New York**, Vol. 14, No. 3, Summer, 1991, p. 349- 355, (Çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/40241188>, 16.06.2017.

- Aşırım, Oğuz: “Optimal Para Arzı ve Para Politikalarının Etkinliği”, **TCMB Tartışma Tebliğ**, No: 9619, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, 1996, s.95.
- Atik, A. Hakan: “Finansal Güvenlik Ağının Bir Unsuru Olarak Mevduat Sigortası”, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş., Haziran 2004, Ankara, (Çevrimiçi) http://www.kalkinma.com.tr/data/file/raporlar/ESA/GA/2004-GA/GA-04-03-11_Finansal_Guvenlik_ve_Mevduat_Sigortasi.pdf, 06.01.2018.
- Ay,Hakan, Öznur Uçar: “Üç Ekonomik Krizin Analizi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:17, Sayı:1, Yıl: 2015, Sayfa: 11-32, s.17, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.16953/deusbed.83818>, 04.03.2018.
- Bagehot, Walter: **Lombard Street: A Description of the Money Market**, USA, Hyperion PresssInc., 1979, Digitized by Federal Reserve Bank of St. Louis, USA (Çevrimiçi) <https://fraser.stlouisfed.org>, 01.02.2019.
- Balkan, Neşecan: **Kapitalizm ve Borç Krizi**, Bağlam Yayınları, İstanbul, 1994.
- Bank of Canada: “Kanada Merkez Bankası Dijital Para Birimleri ve Finans Teknolojisi (Fintech)”(Çevrimiçi) <https://www.bankofcanada.ca/research/digital-currencies-and-fintech/>, 03.02.2019.
- Bank of Canada: “Core Functions”, **Bank of Canada**, (Çevrimiçi) <https://www.bankofcanada.ca/core-functions/>, 03.02.2019.
- Bank of China: “Bank of China Introduction”, **Bank of China**, (Çevrimiçi) https://www.boc.cn/en/aboutboc/ab1/200809/t20080901_1601737.html, 05.01.2020.
- Bank of England: “İngiltere Banka Faiz Oranları”, **Bank of England**, (Çevrimiçi) <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/timeseries/l55o/mm23>, 11.04.2019.

- Bank of England: “Inflation and the 2% Target”, **Bank of England**, (Çevrimiçi) <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>, 11 Nisan 2019.
- Bank of Japan: (Çevrimiçi) <https://www.boj.or.jp>, 14.03.2019.
- Bank of Japan: “Bank of Japan: Its Functions and Organization”, **Bank of Japan Public Relations Department**, October 2017, (Çevrimiçi) https://www.boj.or.jp/en/announcements/education/data/boj_pamphlet.pdf, 14.03.2019.
- Bank of Japan: “Statement by the Governor”, **Bank of Japan**, Announcements, September 15 2010, (Çevrimiçi) <https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/danwa/dan1009b.htm/>, 16.06.2019.
- Bank of Russia: “Financial Stability Review Information and Analytical Review”, **Bank of Russia**, Moscow, No.2, Q2 – Q3 2016, p.18, (Çevrimiçi) http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8373/fin-stab-2016_2-3_e.pdf, 31.10.2019.
- Bank of Russia: “Guidelines for the Development of the Russian Financial Market in 2016–2018”, **Bank of Russia**, (Çevrimiçi) http://www.cbr.ru/statichhtml/file/12158/drfr_1618.pdf, 20.03.2019.
- Bank of Russia: “Information Notice”, **The Central Bank of the Russian Federation**, Press Service, 12 August 2013, (Çevrimiçi) http://www.cbr.ru/eng/press/pr/?file=130812_154744eng_fms.htm, 19.03.2019.
- Bank of Russia: “Structural Units of the Bank of Russia”, **Bank of Russia**, (Çevrimiçi) https://www.cbr.ru/eng/today/bankstructute/bankstructute_sub/, 12.03.2019.
- Barnes, Barry: **T.S. Kuhn and Social Science**, Hong Kong, The Macmillan Press, 1982.
- Bartlett, Bruce: “Who Saw The Housing Bubble Coming?”, **Forbes**, Jan 2, 2009, (Çevrimiçi)

- https://www.forbes.com/2008/12/31/housing-bubble-crash-oped-cx_bb_0102bartlett.html#b6d41a25a43a, 10.10.2017.
- Başçı, Erdem, Hakan
Kara: “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **İktisat İşletme ve Finans**, Ocak 2007, s. 2-8, (Çevrimiçi)
<https://www.researchgate.net/publication/227441706>, 01.11.2016.
- Batini, Nicoletta,
Anthony Yates: “Hybrid Inflation And Price Level Targeting”, **Working Paper**, Bank of England, No. 135, 25 May 2001, p.23-24, (Çevrimiçi)
<https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2001/hybrid-inflation-and-price-level-targeting>, 11.04.2019.
- Bauman, Zygmunt: **Hermenötik ve Sosyal Bilimler, Anlamaya Dair Yaklaşımlar**, Çev. Hüseyin Oruç, İstanbul, Ayrıntı Yay., Eylül 2017.
- Bayramoğlu, Sonay: “Yönetişim ve Demokrasi İlişkisinde Siyasal İktidar Sorunu: Türkiye’de Bağımsız Düzenleyici Kurumlar”, **Doktora Tezi**, Ankara, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kamu Yönetimi ve Siyaset Bilim Anabilim Dalı, 2004, s.48-49.
- BBC: “‘Too Big to Fail’ Bank Rules Unveiled by Global Regulators”, **BBC**, 10 Kasım 2014, (Çevrimiçi)
<http://www.bbc.com/news/business-29982181>, 18.10.2019.
- BDDK: “Operasyonel Risk Yönetimine İlişkin Rehber”, **Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu**, Sayı: 6827, 31 Mart 2016, s.15, (Çevrimiçi)
https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat_0090.pdf, 07.12.2018.
- Bedir, Serap, Arzu
Tural Dikmen: “Bütçe Açığı ve Enflasyon: Türkiye İçin Bir Sınır Testi Yaklaşımı”, **International Conference on Eurasian Economies**, Paper No. 915, (Çevrimiçi) 2014,
<https://www.avekon.org/papers/915.pdf>, 14.05.2019
- Bello, Walden,
Marylou Marig: “Küreselleşmecî Projenin Krizi ve Geroge W. Bush’un Yeni Ekonomisi”, **Küreselleşmenin Krizi**, Haz. Boris Kagarlitsky, Alan Freeman, Çev. İbrahim Yıldız, Bahar Kara, Yordam Kitap, 2008, p.110.

- Bernal Oscar, Jean-YvesGnabo: “Announcements, Financial Operations or Both? Generalizing Central Banks’ FX Reaction Functions”, **Journal of the Japanese and International Economics**, 23 (2009) 367–394, Volume 23, Issue 4, December 2009, p.368, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2009.09.001>, 20.06.2019.
- Besley, Tim, Peter Hennessy: “Global Financial Crisis Why Didnt Anybody Notice”, **British Academy**, 22.07.2009, London, (Çevrimiçi) <https://www.thebritishacademy.ac.uk/publications/britis-h-academy-review/global-financial-crisis-why-didnt-anybody-notice>, 31.05.2017.
- BIS: “Basel III: International Regulatory Framework for Banks”, **BIS**, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/press/p100912.htm> ve <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>, 30.09.2017.
- BIS: “Monetary Policy: A Narrow Normalisation Path”, **BIS Annual Economic Report**, 24 June 2018, p.25-39, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e.htm>, 20.12.2018.
- BIS: “Principles for the Sound Management of Operational Risk”, **Basel Committee on Banking Supervision**, Bank for International Settlements, June 2011, p.3, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/bcbs195.pdf>, 07.12.2018.
- BIS: “Range of Practices and Issues in Economic Capital Frameworks”, **Basel Committee on Banking Supervision**, Bank for International Settlements, March 2009 p.1, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/bcbs152.pdf>, 07.12.2018.
- Bindemann, Kirsten: **The Future of European Financial Centres**, London, Routledge International Studies in Money and Banking, Routledge, 1999.
- Bird, Richard M., Almos Tassonyi: **Constraining Subnational Fiscal Behavior in Canada: Different Approaches, Similar Results?**, Ed. Jonathan A. Rodden, Gunnar S. Eskeland and Jennie Litvack, Cambridge: MA: MIT Press, 2003.

- Birdal, Murat: **Bir Krizin Anatomisi**, İstanbul, Kor Kitap, 2018.
- Birdal, Murat: “Marx, Keynes ve Kapitalizm”, John Eaton, **Keynes’e Karşı Marx**, çev. Tonguç Ok, 3. bs., Evrensel Basım Yayın, İstanbul, 2013, s.11-17.
- Birdal, Murat: **The Political Economy of Ottoman Public Debt: Insolvency and European Financial Control in the Late Nineteenth Century**, New York, Tauris Academic Studies, 2010.
- Birner, Jack: “A Conservative Approach to Progress in Economics”, **Is There Progress in Economics**, Ed. by. Stephan Boehm, Christian Gehrke, Heinz D. Kurz, Richard Sturn, Edward Elgar Publishing, 2002, p.65-88, (Çevrimiçi) <https://www.researchgate.net/publication/267213965>, 23.06.2017.
- Blaise, Gadanecz, Kaushik Jayaram: “Measures of Financial Stability - A Review”, **IFC Bulletin**, Banks For International Settlements, No 31, July 2009, p. 365-380, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb31ab.pdf>, 04.12.2018
- Bocutoğlu, Ersan: “Ana Akım Konjonktür Teorileri ve 2007 Küresel Finansal Krizi”, **International Review of Economics and Management**, Volum 2, Number 2, 2014, s.1-39, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.18825/irem.42468>, 07.10.2017.
- Boratav, Korkut: “IMF: Dün ve Bugün”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 34, Sayı 1, 2016, s. 35, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/pub/huniibf/issue/28710>, 11.04.2018.
- Board of Governors of the Federal Reserve System: Board of Governors, **Federal Reserve System**, (Çevrimiçi), <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>, 23.06.2019.
- Borsa İstanbul: “2017 Viewpoint: Himmet Karadağ, Chairman”, **World Federation of Exchanges Article**, Borsa İstanbul, 31.01.2017, <https://www.world-exchanges.org/news/articles/2017-viewpoint-himmet-karadag-chairman-borsa-istanbul>, 21.11.2018.

- “VOB-VİOP Birleşme Süreci Başarıyla Tamamlandı”, **Borsa İstanbul**, Duyurular, 06 Ağustos 2013, (Çevrimiçi)
Borsa İstanbul: <https://www.borsaistanbul.com/duyurular/2013/08/06/vob-viop-birle%C5%9Fme-s%C3%BCreci-ba%C5%9Far%C4%B1yla-tamamland%C4%B1>, 21.11.2018.
- “Money, Inflation and Growth Relationship: The Turkish Case”, **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 4, No. 2, 2014, p.309-322, p.319-320, (Çevrimiçi) www.econjournals.com, 26.04.2019.
Bozkurt, Cuma:
- Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon, Dünya Ekonomisinde ABD’nin Yeri**, İstanbul, İletişim Yay., 2007.
Brenner, Robert:
- “The Global Financial Crisis, Neoclassical Economics, and The Neoliberal Years of Capitalism”, **Maison des Sciences de l’Homme Paris Nord**, Spring 2010, (Çevrimiçi) <https://regulation.revues.org/7729>, 10.10.2016.
Bresser-Pereira, Luiz Carlos:
- “Constitution or Competition? Alternative Views on Monetary Reform”, **Literature of Liberty: A Review of Contemporary Liberal Thought**, Autumn 1982, Volume 5, No 3, p.7-52, (Çevrimiçi) <https://oll.libertyfund.org/titles/1304>, 21.02.2020.
Brown, Pamela J:
- Bureau of Economic Analysis, USA, (Çevrimiçi) <https://www.bea.gov/>, 01.07.2017.
Bureau of Economic Analysis:
- “Novelties of Financial Crises in The 1990s and The Search For New Indicators”, **Emerging Markets Review**, Vol. 1, Num. 3, 11 November 2000, pp. 229-51, (Çevrimiçi) <https://ucm.academia.edu/PabloBustelo>, 04.01.2018.
Bustelo Pablo:
- Central Banks and Gold: How Tokyo, London, and New York Shaped the Modern World**, US, Cornell University Press, 2016, (Çevrimiçi E-book) EBSCO Publishing, 28.11.2019.
Bytheway, Simon
James, Mark
Metzler:

- Can, Tuncay, N.
Tuba Yılmaz: “Devlet ve Piyasa Arasındaki Oyunun Reel Büyümeye Etkisi”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt/Vol:43, Sayı/No:2, 2014, 261-270.
- Canadian Bankers Association: “Banking Regulations”, **Canadian Bankers Association**, (Çevrimiçi) <https://cba.ca/global-banking-regulations-and-banks-in-canada>, 02.02.2019.
- Champroux, Nathalie: “The Consequences of The 2008 Crisis on Britain’s Inflation Targeting Framework”, **Revue Française de Civilisation Britannique**, 2016, p.9-10, (Çevrimiçi) <http://journals.openedition.org/rfcb/1121>, 11.04.2019.
- Chapman, John: “The Secret Dimensions of the Anglo-Japanese Alliance, 1900-1905”, **The Anglo-Japanese Alliance, 1902-1922**, Ed. Phillips Payson O'Brien, RoutledgeCurzon, 2004, p. 82-98.
- Christina W. Andrews, Michiel S. de Vries: “High Expectations, Varying Outcomes: Decentralization and Participation in Brazil, Japan, Russia, and Sweden”, **International Review of Administrative Sciences**, Vol. 73 no. 3.112-127, 2007, (Çevrimiçi) <http://10.1177/0020852307081151>, 17.04.2019.
- Ciocca, Pierluigi: **Stabilising Capitalism A Greater Role for Central Banks**, UK, Palgrave Macmillan, 2015.
- Claudio, Borio, Drehmann Mathias: “Towards an Operational Framework for Financial Stability: ‘Fuzzy’ Measurement and Its Consequences”, **BIS Working Papers**, No 284, 11, June 2009, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/work284.htm>, 09.10.2017.
- Clews, Roger, Chris Salmon, Olaf Weeken: “The Bank’s Money Market Framework”, **Bank of England Quarterly Bulletin**, 2010 Q4, p.296, 13.10.2010, (Çevrimiçi) <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2010/q4/the-banks-money-market-framework>, 24.03.2019.
- Cociug, Victoria, Olga Timofei: Victoria Cociug, Olga Timofei, “Optimization of Monetary Creation By Linking Monetary Policies With Commercial Banks' Strategies”, **Financial Studies**, Vol. 20, Issue 2, pp.79-90, (Çevrimiçi) eBook Collection, (EBSCOhost) <http://eds.b.ebscohost.com/>, 16.04.2019.

Cohen Benjamin J: “The International Monetary System: Diffusion and Ambiguity International Affairs”, **The Royal Institute of International Affairs**, 84 (3), Blackwell Publishing Ltd, 2008, p. 463-468, (Çevrimiçi) <https://www.polsci.ucsb.edu/people/benjamin-j-cohen>, 12.11.2017.

Cohen, Benjamin J.: **Organizing the World’s Money: The Political Economy of International Monetary Relations**, New York, Basic Books, 1977.

Conti-Brown, Peter: **The Power and Independence of the Federal Reserve**, Princeton University Press, 2016.

Conway, Edmund: “IMF Puts Losses From Financial Crisis at \$4.1 Trillion”, **Telegraph**, 21 Apr 2009, (Çevrimiçi) <https://www.telegraph.co.uk/finance/recession/5194711/IMF-puts-losses-from-financial-crisis-at-4.1-trillion.html>, 10.06.2019.

Cömert, Hasan, Gerald Epstein: “Finansal Yenilik Yazınındaki Son Gelişmeler”, **ODTÜ-TEKPOL Working Paper Series**, Science and Technology Policies Research Center, STPS-WP-16/04, 2016, p.5, (Çevrimiçi) <http://www.stps.metu.edu.tr>, 14.10.2017.

Crimmins James E.: “Jeremy Bentham”, **Stanford Encyclopedia of Philosophy**, 2015, (Çevrimiçi) <http://plato.stanford.edu/entries/bentham/>, 01.03.2017.

Cukierman, Alex: “Forex Intervention And Reserve Management in Switzerland And Israel Since The Financial Crisis: Comparison and Policy Lessons”, **Centre for Economic Policy Research**, June 11 2017, p.13-14, , (Çevrimiçi) https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=13186, 21.06.2019.

Cukierman, Alex: “Money Growth and Inflation: Policy Lessons From A Comparison of The US Since 2008 With Hyperinflation Germany In The 1920s”, **Economics Letters**, 154, 2017, p.111-112, Elsevier, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2017.02.036>, 12.04.2019.

- Curry, Timothy,
Lynn Shibut: “The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences”, **FDIC Banking Review**, Aralık - 2000, p. 33, (Çevrimiçi)
https://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2_2.pdf, 06.11.2017.
- Çağlar, Ünal, Atilla
A. Uğur: “Finansal Rant, Borç ve Kriz”, **Zeitschrift für die Welt der Türken/Journal of World of Turks**, Vol. 3, No. 3, 2011, p.65-66 (Çevrimiçi)
http://diieweltdertuerken.org/index.php/ZfWT/article/viewFile/254/caglar_ugur, 3.11.2018.
- Dale, Spencer, James
Proudman, Peter
Westaway: “The Inflation-targeting Regime In The United Kingdom: A View from Threadneedle Street”, **Oxford Review of Economic Policy**, Volume 26, Issue 1, Spring 2010, Pages 3–14, (Çevrimiçi)
<https://doi.org/10.1093/oxrep/grp033>, 10.04.2019.
- Dalio, Ray: “Paradigm Shifts”, **LinkedIn**, July 17, 2019, (Çevrimiçi)
<https://www.linkedin.com/pulse/paradigm-shifts-ray-dalio>, 24.10.2020.
- Dalio, Ray: “Why and How Capitalism Needs to Be Reformed (Parts 1 & 2)”, **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, October 13, 2020 (Çevrimiçi)
<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/13/why-and-how-capitalism-needs-to-be-reformed/>, 24.09.2020.
- Danhong, Zhang: “Is the ECB Allowed to Buy Sovereign Bonds?”, **Deutsche Welle**, 12.01.2015. (Çevrimiçi)
<http://www.dw.com/en/is-the-ecb-allowed-to-buy-sovereign-bonds/a-18186417>, 04.03.2018.
- Das, Dilip K.: **Two Faces of Globalization: Munificent and Malevolent**, UK, Edward Elgar Publishing, 2009.
- De Cecco, Marcello: “International Financial Regulation and Supervision”, **The G20 And Recovery and Beyond, An Agenda For Global Governance For The Twenty-First Century**, Ed. by. Jean-Paul Fitoussi, Joseph E. Stiglitz, and the Paris Group, Columbia University, February 2011, p. 59, (Çevrimiçi) https://www.die-gdi.de/fileadmin/user_upload/pdfs/messner/Fitoussi_Stiglitz_The_G20_and_recovery_and_beyond.pdf, 24.05.2017.

- Dobrescu, Monica,
Liana Badea,
Claudia Paicu: “Business Cycle Theories and Their Relevance To The Current Global Crisis”, **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, No 62, 2012, p. 239 – 243, (Çevrimiçi)
https://www.researchgate.net/publication/257716759_Business_cycle_theories_and_their_relevance_to_the_current_global_crisis, 14.11.2017.
- Dodd, Nigel: “Redeeming Simmel's Money”, **HAU: Journal of Ethnographic Theory**, 5 (2). p. 435-441, 2015, (Çevrimiçi) <http://eprints.lse.ac.uk/65135/>, 20.12.2018
- Dodd, Nigel: **The Social Life of Money**, USA, Princeton University Press, 2014.
- Draghi, Mario, Vítor
Constâncio: “Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)”, **ECB Press Conferences**, Frankfurt am Main, 6 September 2012, (Çevrimiçi)
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>, 04.03.2018.
- Dufour, Mathieu,
Özgür Orhangazi: “Capitalism, Crisis and Class: The United States Economy After 2007-2008 Financial Crisis”, **SAGE Journals**, 2014, Vol 46, Issue 4, p. 11, (Çevrimiçi)
<http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0486613414537981>, 19.04.2016.
- Eagleton, Catherine,
Jonathan Williams: **Paranın Tarihi**, Çev. Fadime Kahya, İstanbul, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ocak 2011.
- Ebeling, Richard M.: “History is Clear, Central Banks Fail to Assure Economic Stability”, **Mises Wire**, 31.05.2018, (Çevrimiçi)
<https://mises.org/wire/history-clear-central-banks-fail-assure-economic-stability>, 17.05.2019.
- ECB: “Financial Stability Review”, **ECB**, December 2010, p.125, (Çevrimiçi)
https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/all_releases.en.html, 04.12.2018.
- ECB: “Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)”, **ECB Press**, September 2012, Frankfurt, (Çevrimiçi)
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/>, 24.11.2018.

- ECB: “Key ECB Interest Rates”, **ECB**, (Çevrimiçi)
<https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>, 08.04.2019.
- ECB: “Monetary Policy Decisions”, **ECB Press Release**, 14 June 2018, (Çevrimiçi)
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/index.en.html>, 24.11.2018.
- Edwards Jeffrey A.: “Politics, Inflation, and the Mundell-Tobin Effect”, **MPRA Paper**, No. 36443, 2006, p.2,
<http://mpra.ub.uni-muenchen.de/36443/>, 06.05.2019.
- Eğilmez, Mahfi: “Ödemeler Dengesini Okumak”, **Kendime Yazılar**, 14.01.2014, (Çevrimiçi),
<http://www.mahfiegilmez.com/2014/01/odemeler-dengesini-okumak.html>, 01.07.2017.
- Ekholm, K., J. Friedman: Eski Dünya Sistemlerinde ‘Sermaye’ Emperyalizmi ve Sömürü, s. 140-141, **Dünya Sistemi Beş Yüzyıllık mı, Beş Binyıllık Mı?**, Çev. Esin Soğancılar, İmge Kitabevi, 2003.
- Elizalde, Abel, Rafael Repullo: “Economic and Regulatory Capital in Banking: What Is the Difference?”, **International Journal of Central Banking**, Vol. 3, No. 3, September 2007, p. 111-113, (Çevrimiçi) <https://www.ijcb.org/journal/ijcb07q3.htm>, 06.12.2018.
- Ellahi, Nazima: “The Determinants of Inflation in Pakistan: An Econometric Analysis”, **The Romanian Economic Journal**, No. 64, June 2017, (Çevrimiçi)
<http://www.rejournal.eu/article/determinants-inflation-pakistan-econometric-analysis>, 04.05.2019
- Elliott, Douglas J., Kai Yan: “The Chinese Financial System An Introduction and Overview”, **Brookings Institution, John L. Thornton China Center Monograph Series**, Number 6, July 2013, p.10-11, (Çevrimiçi)
<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/chinese-financial-system-elliott-yan.pdf>, 10.03.2019.
- Elver, Nazan Candaner: “Tahkim Sistemlerinde Hakemlerin Seçimi, Tayini ve Konuya İlişkin Güncel ve Somut Sorunlar”,

- Uluslararası Ticari Uyuşmazlıklarda Kurumsal Tahkimin Güncel Sorunları**, Ergun Özsunay, Nazan Candaner Elver, Murat R. Özsunay, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 2004-16, İstanbul, 2004, s.7-30.
- Englund, Peter: “The Swedish 1990s Banking Crisis A Revisit in The Light of Recent Experience”, **Riksbank Macroprudential Conference**, Stockholm 23-24 June, 2015, p.46-47, (Çevrimiçi)
<http://archive.riksbank.se/Documents/Avdelningar/AFS/2015/Session%201%20-%20Englund.pdf>, 18.11.2018.
- Erçel, Gazi: “Finansal Risk Yönetimi”, **6. Yıllık Global Finance Conference**, Bilgi Üniversitesi, 8.04.1999, İstanbul, (Çevrimiçi)
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8dc3e98b-35af-428c-820c-58c920e09244/finansalrisk.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8dc3e98b-35af-428c-820c-58c920e09244-m3fBeM>, 13.01.2018.
- Eren, Ercan: “Küresel Bunalım, İktisat Eğitimi ve Yeni İktisat”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni 2012/103, Kasım 2012, s. 2-9, (Çevrimiçi)
<http://www.tek.org.tr/dosyalar/bunalim6.pdf>, 02.06.2017.
- Ergin, Feridun: **Para Siyaseti**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları, No:192, Hamle Matbaası, 1966 İstanbul.
- Erol, İbrahim, Ece Demiray: “2008/9 Küresel Finans Krizi Sonrasında Ekonomi Teori ve Politikasında Yeni Stratejileri”, **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Yıl 7, Sayı 12, Mayıs 2015, s.18-30, (Çevrimiçi)
<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/180512>, 10.11.2016.
- European Central Bank: “Asset Purchase Programmes”, **European Central Bank**, (Çevrimiçi)
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, 01.05.2019.
- European Commission: “Impact of The Current Economic and Financial Crisis on Potential Output”, Ed. Alexandr Hobza, Kieran Mc Morrow, Gilles Mourre, **Occasional Papers**, No 49,

Directorate-General for Economic and Financial Affairs,
European Commission, Belgium, 2009, p.20,
(Çevrimiçi)
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications,
12.04.2019.

European Stability
Mechanism: (Çevrimiçi) <https://www.esm.europa.eu>, 23.12.2018.

European Systemic
Risk Board: Systemic Risk Board, (Çevrimiçi)
<https://www.esrb.europa.eu>, 17.11.2018.

Federal Deposit
Insurance
Corporation: Federal Deposit Insurance Corporation, (Çevrimiçi)
<https://www.fdic.gov/about/history/timeline/1930s.html>

Federal Deposit
Insurance
Corporation: “Failed Bank List”, **Federal Deposit Insurance Corporation** (Çevrimiçi)
<https://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>, 01.11.2017.

Federal Reserve
Bank of
Minneapolis: “Century of Change, A Timeline of Banking Legislation and Regulation”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis**, 01 Mart 2000, (Çevrimiçi)
<https://www.minneapolisfed.org/publications/the-region/century-of-change>, 01.09.2017

Federal Reserve
Bank of
Minneapolis: “A History of Central Banking in the United States”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis**, (Çevrimiçi)
<https://www.minneapolisfed.org/about-us/our-history/history-of-central-banking>, 03.01.2020.

Federal Reserve
Bank of St. Loui: “Federal Reserve Economic Data”, (Çevrimiçi)
<https://fred.stlouisfed.org/categories>, 01.11.2017.

Federal Reserve
History: “Glass-Steagall”, Federal Reserve History, (Çevrimiçi)
https://www.federalreservehistory.org/essays/glass_steagall_act, 07.10.2016.)

Federal Reserve: “Consultation Paper on Intraday Liquidity Management and Payment System Risk”, **Policy Board of Governors of the Federal Reserve System**, Docket No. OP-1257, p.12, (Çevrimiçi)
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/2006all.htm>, 06.12.2018.

- Federal Reserve: “Federal Reserve Education”, **Federal Reserve**, (Çevrimiçi)
<https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history>, 01.09.2017.
- Federal Reserve Data: Federal Reserve Data, 2019
<https://www.federalreserve.gov/data.htm>, 02.05.2020
- Ferlie, Ewan, Laurence E. Lynn, Christopher Pollitt: **The Oxford Handbook of Public Management**, Oxford University Press, 2007.
- Financial Stability Board: “A Report: Financial Stability Board, Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings”, **Financial Stability Board**, 27.10.2010, (Çevrimiçi)
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=116, 02.01.2017
- Fisher, Douglas: **Para Politikası**, Çev. Esin Ahmet ve Fahrettin Yağcı, İstanbul, Akbank Kültür Yay., 1981.
- Fitch: “Neg-Yielding Sov Debt Rises to \$9.5T Challenges Remain”, **Fitch Ratings**, 13 June 2017, (Çevrimiçi)
<https://www.fitchratings.com/site/pr/1025047>, 10.11.2017.
- Fitoussi, Jean-Paul, Joseph E. Stiglitz, and the Paris Group: **The G20 And Recovery and Beyond, An Agenda For Global Governance For The Twenty-First Century**, Columbia University, February 2011, p. 22, (Çevrimiçi)
https://www.die-gdi.de/fileadmin/user_upload/pdfs/messner/Fitoussi_Stiglitz_The_G20_and_recovery_and_beyond.pdf, 24.05.2017.
- Fleming, Peter, Marc T. Jones: **The End of Corporate Social Responsibility: Crisis and Critique**, London, Sage, 2013.
- Frame W. Scott, Lawrence J. White: “Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?”, **Working Paper**, Federal Reserve Bank of Atlanta, No. 2002-12, July 2002, p.3, (Çevrimiçi)
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.325800>, 28.11.2019.

- Frank, Andre
Gunder, Barry K.
Gills:
“Kümülatif Birikim”, **Dünya Sistemi Beş Yüzyıllık mı, Beş Binyıllık Mı?**, Haz. Andre Gunder Frank, Barry K. Gills Çeviren Esin Soğancılar, Ankara, İmge Kitabevi, 2003.
- Frank, Andre
Gunder, Barry K.
Gills:
“The 5,000-Year World System-An Interdisciplinary Introduction”, **The World System: Five Hundred Years or Five Thousand?**, UK, Routledge Publication Ed. by. Andre Gunder Frank, Barry K. Gills 1996.
- Frank, Andre
Gunder:
“Transitional Ideological Modes, Feudalism, Capitalism, Socialism”, **The World System: Five Hundred Years or Five Thousand?**, Ed. by. Andre Gunder Frank, Barry K. Gills, UK, Routledge Publication 1996.
- Frankel, Jeffrey A.:
“A Comparison of Product Price Targeting and Other Monetary Anchor Options, for Commodity-Exporters in Latin America”, **NBER Working Paper**, 16362, 2010, p.45., (Çevrimiçi)
<https://www.nber.org/papers/w16362>, 11.04.2019.
- G20 Eminent
Persons Group:
“Making The Global Financial System Work for All”, **Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance**, October 2018,
<https://www.globalfinancialgovernance.org/assets/pdf/G20EPG-Full%20Report.pdf>, 08.11.2018.
- G20 London Submit:
“Leaders’ Statement”, **G20**, London, April 2, 2009,
https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf, 31.10.2019.
- G20 Submit:
“Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy”, **G20 Submit**, Washington DC, 15.11.2008, (Çevrimiçi)
<http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>, 10.05.2019.
- Gibson-Graham
J.K.:
(Bildiğimiz) Kapitalizmin Sonu Siyasal İktisadın Feminist Eleştirisi, Çev. Zeynep Gambetti, İstanbul, Metis Yay., 2010.
- Gills Barry K.:
“Dünya Sisteminde Hegemonik Geçişler”, **Dünya Sistemi Beş Yüzyıllık mı, Beş Binyıllık Mı?**, Çeviren Esin Soğancılar, İmge Kitabevi, 2003.

- Gills, Barry K: “Andre Gunder Frank, Dünya Sisteminde Çevrimler, Krizler ve Hegemonik Değişiklikler”, **Dünya Sistemi Beş Yüzyıllık mı, Beş Binyıllık Mı?**, Çeviren Esin Soğancılar, Ankara, İmge Kitabevi, 2003.
- Goodfriend, Marvin: “The Case For Unencumbering Interest Rate Policy At The Zero Bound”, **Jackson Hole Economic Policy Symposium**, Federal Reserve Bank of Kansas City, USA, August 26-27, 2016, Revised: September 15, 2015, (Çevrimiçi)
<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-goodfriend-paper.pdf>, 05.04.2017.
- Goodhart, C.A.E.: “The Changing Role of Central Banks”, **Financial History Review**, Volume 18, Issue 02, August 2011, p.135-154 (Çevrimiçi)
http://journals.cambridge.org/abstract_S0968565011000096, 06.12.2017.
- Goodhart, Charles, Meinhard Jensen: “Currency School Versus Banking School: An Ongoing Confrontation”, **Economic Thought**, 4 (2), 2015, p. 20-31, LSE Research Online, (Çevrimiçi)
<http://eprints.lse.ac.uk/64068/>, 17.04.2019, 17.04.2019.
- Gordon, Robert J.: “What Is New-Keynesian Economics?” **Journal of Economic Literature**, Vol. 28, No. 3, September, 1990, p. 1115-1171, American Economic Association Stable, (Çevrimiçi)
http://www.jstor.org/stable/2727103?origin=JSTOR-pdf&seq=1#page_scan_tab_contents, 12.10.2016.
- Gouverneur, Jacques: **Kapitalist Ekonominin Temeleri**, Çev. Fikret Başkaya, İmge Yay., İstanbul, 2007.
- Gottschang, Thomas R.: “Economic Context”, **China: A Country Study**, Ed. By. Robert L. Worden, Andrea Matles Savada, Ronald E. Dolan, Library of Congress, Federal Research Division, 1988.
- Göymen, Korel, Onur Sazak: “Introduction”, **Centralization Decentralization Debate Revisited**, Ed. by. Korel Göymen Onur Sazak, 2013, (Çevrimiçi)
<http://ipc.sabanciuniv.edu/publication/centralization-decentralization-debate-revisited/>, 15.04.2019.

Guillén, Mauro F.: “The Global Economic & Financial Crisis: A Timeline, Lauder Institute”, **The Lauder Institute**, University of Pennsylvania, (Çevrimiçi)
https://lauder.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2015/06/Chronology_Economic_Financial_Crisis.pdf, 01.11.2017.

Güloğlu, Bülent,
Ender Altunoğlu: “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No: 27, Ekim 2002, s.107-134.

Hallerberg, Mark,
Rosa M Lastra: “The Single Monetary Policy and Decentralisation: An Assessment”, **Monetary Dialogue**, PE 607.345, Directorate General For Internal Policies European Parliament, September 2017 (Çevrimiçi)
[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/607345/IPOL_IDA\(2017\)607345_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/607345/IPOL_IDA(2017)607345_EN.pdf), 03.02.2019.

Harding, Robin: “No Need for Yen Intervention, Says Japan’s Finance Minister Tokyo”, **Financial Times**, February 15, 2018, (Çevrimiçi)
<https://www.ft.com/content/63a10006-1217-11e8-8cb6-b9ccc4c4dbbb>, 16.06.2019.

Harris, Karen,
Andrew Schwedel,
Austin Kim: “A World Awash in Money: Capital Trends Through 2020”, **Bain & Company**, 2012, p. 3-4, (Çevrimiçi)
<http://www.bain.com/publications/articles/a-world-awash-in-money.aspx>, 20.10.2017.

Hartmann, Philipp: “The European Central Bank’s Monetary Policy Framework Before And After The Crisis”, **New Issues in Monetary Policy International Experience and Relevance for China**, Ed. by. Kai Guo, Alfred Schipke, PBC and IMF Joint Conference, March 27, 2014, Beijing, pp. 8-12, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/pbc/pdf/Book070214.pdf>, 21.04.2019.

Harvey, David: **Sermaye Muamması Kapitalizmin Krizleri**, Çev. Sungur Savran, İstanbul, Sel Yayıncılık, 2012.

Harvey, David: **The Enigma of Capital and the Crises of Capitalism**, New York, Oxford University Press, September 14, 2010.

- Hasan, Iftekhar,
Markku Malkamäki: “Are Expansions Cost Effective for Stock Exchanges? A Global Perspective”, **Bank of Finland Discussion Papers**, 20/2000, 18.12.2000, p.24, (Çevrimiçi)
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.199.9275&rep=rep1&type=pdf> 23.11.2018.
- Hatipoğlu, Yıldız
Zeliha: “Davranışsal İktisat: Bilişsel Psikoloji İle Krizi Anlamak”, **Üçüncü Uluslararası Ekonomi Konferansı**, İzmir, Türkiye Ekonomik Kurumu, 1-3 Kasım 2012, (Çevrimiçi)
<http://teacongress.org/papers2012/HATIPOGLU.pdf>, 10.03.2019.
- Henckel, Timo,
Alain Ize, Arto
Kovanen: “Central Banking Without Central Bank Money”, **Working Paper of the International Monetary Fund**, WP/99/92, July 1999, p.36, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Central-Banking-Without-Central-Bank-Money-3153>, 02.11.2019.
- Heuser, Anette: “The Three Agencies with the Power to Make or Break Economics,” **TED Global**, 2013, Edinburgh, (Çevrimiçi)
https://www.ted.com/talks/annette_heuser_the_3_agencies_with_the_power_to_make_or_break_economies, 02.01.2017.
- Hirschman, Albert
O: **Tutkular ve Çıkarlar Kapitalizm Zaferini İlan Etmeden Önce Nasıl Savunuluyordu**, Çev. Barış Cezar, İstanbul, Metis Yay, 2008.
- Ho, Amelia: “Weaknesses in Regulatory Capital Models and Their Implications”, **Enterprise Risk Management Symposium**, Society of Actuaries, p.8, April 18-20, 2012, Washington, D.C., (Çevrimiçi)
<https://www.soa.org/resources/essays-monographs/2012-Enterprise-Risk-Management-Symposium/>, (05.12.2018).
- Howitt, Peter, “Monetary Policy and the Limitations of Economic Knowledge”, **Post Walrasian Macroeconomics, Beyond the Dynamic Stochastic General Equilibrium Model**, Ed. by. David Colander, UK, Cambridge University Press, 2006, 347-368.

- Hudson, Michael: “Financial Capitalism v. Industrial Capitalism”, **Contribution to The Other Canon Conference on Production Capitalism**, Oslo, September 3-4, 1998, (Çevrimiçi)
<http://michael-hudson.com/1998/09/financial-capitalism-v-industrial-capitalism/>, 10.11.2016.
- Iglesias-Rodríguez, Pablo, Ruby Gropas, Anna Triandafyllidou: “Has the Financial Crisis Led to a Paradigm Shift?”, **After the Financial Crisis**, Ed. Pablo Iglesias-Rodríguez, Anna Triandafyllidou, Ruby Gropas, Palgrave Studies in European Political Sociology, Shifting Legal, Economic and Political Paradigms, 2016, Palgrave Macmillan, London, p.1-20.
- IMF: “Adequacy of The Global Financial Safety Net—Considerations For Fund Toolkit Reform”, **IMF Policy Paper**, December 2017, International Monetary Fund Washington, D.C., (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/12/19/pp121917-AdequacyOfTheGFSN>, 25.06.2018.
- IMF: “IMF Approves Augmentation of Turkey's Stand-By Credit to US\$19 Billion”, **IMF Press Release**, May 15, 2001, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr0123>, 08.10.2016.
- IMF: “IMF Flexible Credit Line (FCL)”, **IMF Factsheet**, March 8, 2018, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/20/40/Flexible-Credit-Line>, 24.12.2018.
- IMF: “IMF Managing Director Sees Impressive Commitment by Turkey to Economic Reforms; Executive Board Approves US\$16 Billion Stand-By Credit”, **IMF**, February 4, 2002, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr0207>, 08.10.2016.
- IMF: “Interaction of Macroprudential Policy and Monetary Policy”, **IMF Policy Papers**, January 29 2013, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012913.pdf>, 26.12.2018.

IMF: “Key Aspects of Macroprudential Policy”, **Staff Report**, 2013, p.9, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf>, 05.05.2019.

IMF: “People’s Republic of China: Financial System Stability Assessment”, **IMF Country Report**, Washington, D.C., International Monetary Fund, No. 11/321, Monetary and Capital Markets and Asia and Pacific Departments, November 14, 2011, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/People-s-Republic-of-China-Financial-System-Stability-Assessment-25350>, 10.03.2019.

IMF: “Press Release: IMF Approves Stand-By Credit for Russia”, **IMF**, No. 99/35, July 28, 1999, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr9935>, 01.11.2018.

IMF: “Review of the Flexible Credit Line, the Precautionary and Liquidity Line, and The Rapid Financing Instrument — Supplementary Information”, **IMF**, p. 13, January 27, 2014
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/012714a.pdf>, 24.12.2018

IMF: “Russian Federation Financial Sector Assessment Program Detailed Assessment of Observance Basel Core Principles for Effective Banking Supervision (BCP)”, **IMF Country Report**, No. 16/303, p.246-250, September 2016, Washington, D.C. (Prepared by Monetary and Capital Markets Department, IMF, and Finance and Markets Global Practice, World Bank)

IMF: “Special Drawing Right (SDR)”, **International Monetary Fund Facts**, 13.10.2017, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org>, 10.11.2017.

IMF: “Spillovers and Cycles in the Global Economy”, World Economic Outlook, International Monetary Fund, April 2007, s.56, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Spillovers-and-Cycles-in-the-Global-Economy>, 17.03.2019.

IMF: “Statement of the Government of the Russian Federation and Central Bank of Russia on Economic Policies”, **Russian Federation Letter of Intent**, IMF, July 13, 1999, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/external/np/loi/1999/071399.htm>, 11.11.2018.

IMF: “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, **International Monetary Fund**, November 14, 2012, , (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>, 01.12.2017.

IMF: “The Nordic Banking Crisis from an International Perspective”, **IMF**, Monetary and Exchange Affairs Department, Speech By Stefan Ingves, Oslo, September 11, 2002,
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp091102>, 18.10.2018.

IMF: “Unconventional Monetary Policies-Recent Experience and Prospects”, **IMF**, April 18, 2013, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>, 17.04.2019.

IMF: “World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth”, **IMF**, Occasional Paper October 2018, Washington, DC, p.121-122 (Çevrimiçi)
<http://elibrary.imf.org/OCT18WEO>, 08.04.2019.

IMF: IMF DataMapper (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/external/datamapper/>

IMF: World Economic Outlook Database, **IMF**, Oct 2017, (Çevrimiçi)
https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weo_data/download.aspx ,04.06.2018.

IMF: World Economic Outlook, **IMF**, 2018 October, p.121

Inaba, Kei-Ichiro, “The Conduct of Monetary Policy in the Future Instrument Use”, **OECD Economics Department Working Papers**, No. 1187, Rawdanowicz, Ane, ECO/WKP(2015)5, 16-Mar-2015, (Çevrimiçi)
Kathrine Christensen: <https://dx.doi.org/10.1787/5js4w293c46j-en>, 19.04.2019.

- Institute of
Developing
Economies: “China in Africa A Strategic Overview”, **Institute of Developing Economies**, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO), Prepared by. Executive Research Associates (Pty) Ltd, October 2009, p.77-78, (Çevrimiçi)
https://www.ide.go.jp/English/Data/Africa_file/Manual_report/cia.html, 12.03.2019.
- Institute of
International
Finance: “Principles of Liquidity Risk Management”, **IIF’s Working Group**, Institute of International Finance, March 2007, Washington, p.16-17, (Çevrimiçi)
<https://www.iif.com/Publications>, 06.12.2018.
- Ishi, Kotaro, Mark
Stone, Etienne B.
Yehoue: “Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies”, **IMF Working Papers**, WP/09/226, October 2009, p.21, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09226.pdf>, 19.04.2019.
- Işık, Nihat, Mustafa
Acar: “Enflasyonla Mücadelede Politika Aracı Seçimi: Bir Vektör Otoregresyon (Var) Analizi”, **Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi (İlke)**, Bahar 2006, Sayı 16, (Çevrimiçi)
<http://www.sobbiad.mu.edu.tr/index.php/asd/article/view/170>, 10.04.2019.
- Iwata, Kazumasa,
Shinji Takenaka: “Central Bank Balance Sheet Expansion: Japan’s Experience”, **BIS Papers**, No 66, p.132.159, (Çevrimiçi)
<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap66g.pdf>, 16.06.2019.
- İMKB Takas ve
Saklama Bankası: (Çevrimiçi) <https://www.takasbank.com.tr/>.
- İncekara, Ahmet,
Betül Mutlugün: “Türkiye’de Neoliberal Ekonomi Politikaları Sürecinde Gelir Bölüşümü ve İktisadi Büyüme İlişkisinin Analizi”, **International Conference on Eurasian Economies**, 2016, s.358-366.
- İnsel Aysu, Nesrin
Sungur: “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III-1999: IV”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni 2003/8, 2003, s.5, (Çevrimiçi)
<http://www.tek.org.tr>, 05.02.2017.

- Japan Exchange Group: Japan Exchange Group (Çevrimiçi)
<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/about-jpx/history/02.html>, 12.11.2018.
- Jeanne, Olivier: “Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments”, **Special Papers in International Economic**, No:20, Princeton University, March 2000, p.5-6,
https://www.princeton.edu/~ies/IES_Special_Papers/SP20.pdf, 07.11.2017.
- Jessop Bob: “Informational Capitalism and Empire: The Postmarxist Celebration of US Hegemony in A New World Order”, **Studies in Political Economy**, 71/72, Autumn 2003/WINTER 2004, p.39-58, (Çevrimiçi)
<http://spe.library.utoronto.ca/index.php/spe/article/view/5253/2157>, 24.05.2017.
- Jessop, Bob: **Hegemony, Post-Fordizm ve Küreselleşme Ekseninde Kapitalist Devlet**, Derleyen Betül Yazar, Alev Özkazanç, İstanbul, İletişim Yayınları, 2005.
- Jickling, Mark: “Causes of the Financial Crisis”, Congressional Research Service, 7-5700, **CRS Report for Congress**, 9.04.2010, p.5-10, (Çevrimiçi)
<http://www.au.af.mil/au/awc/awcgate/crs/r40173.pdf>, 24.04.2019.
- Jobst Andreas, Huidan Lin: “Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area”, **IMF Working Papers**, 16/172, International Monetary Fund, s.7, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16172.pdf>, 27.11.2017.
- Jones,Matthew Haigh: “The Transnational Corporation and New Corporate Citizenship Theory, A Critical Analysis”, **The Journal of Corporate Citizenship**, No. 27, Autumn 2007, Greenleaf Publishing, p.51-69, (Çevrimiçi)
<https://www.jstor.org/stable/jcorpciti.issue-27>, 05.01.2018
- Jordà, Òscar, Moritz HP. Schularick, Alan M. Taylor: “Sovereigns Versus Banks: Credit, Crises, and Consequences”, **National Bureau of Economic Research**, October 2013, p.40, (Çevrimiçi)

- <https://www.nber.org/papers/w19506.pdf>, 10.04.2019.
- Jordan, Thomas J.: “Monetary Policy in The Financial Crisis – Measures, Effects, Risks”, **Swiss Banking Global Symposium**, Zurich, 16 November, 2012, (Çevrimiçi) https://snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20121116_tjn/source/ref_20121116_tjn.en.pdf, 19.03.2019.
- Joseph, Robinson, Manuel Fernandez: “Growth of Stock Market in the UAE through Merger: A Comparative Study of GCC Stock Markets”, **Accounting and Finance Research**, Vol. 5, No. 3, 2016, p.190-199, (Çevrimiçi) www.sciedupress.com/afr, 01.12.2018.
- Kahn, Charles M., Francisco Rivadeneyra, Tsz-Nga Wong: “Should the Central Bank Issue E-money?”, **Bank of Canada Staff Working Paper**, 2018-58, December 2018, (Çevrimiçi) <https://www.bankofcanada.ca/2018/12/staff-working-paper-2018-58/>, 11.11.2019.
- Kara, Hakan: “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği**, No: 12/17, Haziran 2012, s. 2-4, (Çevrimiçi) <https://www.researchgate.net/publication/254423678>, 15.10.2017.
- Kasekende, Louis: “Financial Regulation and Supervision in Developing Countries”, **The G20 And Recovery and Beyond, An Agenda For Global Governance For The Twenty-First Century**, Ed. by. Jean-Paul Fitoussi, Joseph E. Stiglitz, and the Paris Group, Columbia University, February 2011, p. 78, (Çevrimiçi) https://www.die-gdi.de/fileadmin/user_upload/pdfs/messner/Fitoussi_Stiglitz_The_G20_and_recovery_and_beyond.pdf, 24.05.2017.
- Kazgan, Gülten: **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, İstanbul, Remzi Kitabevi, Kasım 2000.
- Kemmerer, Edwin Walter: **Gold and the Gold Standard The Story of Gold Money, Past, Present and Future**, McGraw-Hill Book Company, 1944.
- Kirman, Alan: “Complexity and Economic Policy: A Paradigm Shift or a Change in Perspective? A Review Essay on David

- Colander and Roland Kupers's Complexity and the Art of Public Policy", **Journal of Economic Literature**, 2016, Vol. 54(2), pp. 534–572.
- Kuhn, Thomas S.: **Asal Gerilim**, Çev. Yakup Şahan, İstanbul, Kabalıcı Yay., 1994.
- Kuhn, Thomas S.: **Bilimsel Devrimlerin Yapısı**, Çev. Nilüfer Kuyaş, İstanbul, Alan Yay., 1987.
- Kuhn, Thomas S.: **The Structure of Scientific Revolution**, USA, The University of Chicago Press, 1970.
- Haydar, Kazgan, Murat Öztürk, Murat Koraltürk: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Creative Yayıncılık, 2000, s.23-24.
- Kelly, Roger: "The Causal Relationship Between Inflation and Inflation Expectations in The United Kingdom", **External MPC Unit Discussion Paper**, No. 24, 01 July 2008, p.10-11
<https://www.bankofengland.co.uk/external-mpc-discussion-paper/2008/the-causal-relationship-between-inflation-and-inflation-expectations-in-the-uk>, 11.04.2019.
- Kesbiç, Yenal, Ercan Baldemir, Esat Bakımlı: "Bütçe Açıkları ile Parasal Büyüme ve Enflasyon Arasındaki İlişki: Türkiye İçin Bir Model Denemesi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 19 (1), 2004, s. 81-98.
- Keynes, John M.: **Essays in Persuasion**, Macmillan and Co., 1931, Project Gutenberg, eBook, Distributed Proofreaders Canada (Çevrimiçi) <http://www.pgdpCanada.net>, 2013.
- Kindleberger, Charles P., Robert Z. Aliber: **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**, New Jersey, John Wiley & Sons, 5th edition, 2005.
- Kocherlakota, Narayana R.: "The Decentralized Central Bank: A Review Essay on The Power and Independence of the Federal Reserve by Peter Conti-Brown", **Journal of Economic Literature**, 55(2), 2017, p. 621–636, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1257/jel.20161406>, 15.04.2019.

- Koike, O., Deil S. Wright: "Five Phases of Intergovernmental Relations in Japan: Policy Shifts and Governance Reform", **International Review of Administrative Sciences**, SAGE Publications, June 1, 1998, Volume 64, Issue 2, p.203-218.
- Koike, Osamu: "Local Government Amalgamation in Japan: Creating a New Local Governance or New Crisis of Governance?", **Yokohama Journal of Social Sciences**, Volume 15, No 4, 2010, p. 375-384.
- Konzelmann, Sue, Marc Fovargue-Davies, Gerhard Schnyder: "Varieties of Liberalism: Anglo-Saxon Capitalism in Crisis?", **Centre for Business Research**, University of Cambridge Working Paper No. 403, June 2010, p.10-15, (Çevrimiçi) www.cbr.cam.ac.uk, 17.11.2017.
- Konzelmann, Sue, Marc Fovargue-Davies: "Banking Systems in the Crisis: The Faces of Liberal Capitalism", **Cambridge Keynes Seminar**, Robinson College, 29 January 2013, (Çevrimiçi) <http://www.robinson.cam.ac.uk/postkeynesian/downloads/Konzelmann/SK290113.pdf>, 01.11.2017.
- Koyuncu, Fatma Turan: "Causality Network between Budget Deficit, Money Supply and Inflation: An Application to Turkey", **International Journal of Business and Social Science**, 5,10(1), 2014, s. 225-235, (Çevrimiçi) http://ijbssnet.com/journals/Vol_5_No_10_1_September_2014/28.pdf, 15.05.2019.
- Krugman, Paul: "Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises", **International Tax and Public Finance**, Kluwer Academic Publishers, 1999, p.459-472, (Çevrimiçi) <http://www.princeton.edu/~pkrugman/krugmanbalance.pdf>, 09.11.2017.
- Kunt, Asli Demirguc, Ross Levine: "Bank-Based and Market-Based Financial Systems - Cross-Country Comparisons", **Policy Research Working Paper**, WPS2143, The World Bank, July 1999, p.1, (Çevrimiçi) <http://documents.worldbank.org/curated/en/259341468739463577/Bank-based-and-market-based-financial-systems-cross-country-comparisons>, 15.12.2019.

- Kuttner, Robert: “Seven Deadly Sins of Deregulation and Three Necessary Reforms”, **The American Prospect**, September 16, 2008, (Çevrimiçi)
<http://prospect.org/article/seven-deadly-sins-deregulation-and-three-necessary-reforms>, 09.12.2016.
- Küçüksaraç, Doruk, Özgür Özel: “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”, **TCMB Çalışma Tebliği**, Kasım 2012, No: 12/32, s. 28.
- Kydland, Edward C. Prescott: “Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth”, **Quarterly Review**, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Vol. 14, No: 2, USA, Spring 1990, p.3, <https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr1421.pdf>, 11.10.2016.
- Labonte, Marc: “Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework”, **Congressional Research Service Report**, Number: R44918, August 17, 2017, (Çevrimiçi)
<https://crsreports.congress.gov/product/pdf/R/R44918>, 04.12.2018.
- Laeven, Luc, Fabian Valencia: “Systemic Banking Crises Revisited”, **IMF Working Paper**, WP/18/206, September 2018 p.25, (Çevrimiçi)
<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/09/14/Systemic-Banking-Crises-Revisited-46232>, 12.04.2019.
- Landes, David S.: **Kapitalizmin Doğuşu**, İstanbul, Çev. Süleyman Erol Gündüz, İnsan Yay., 1995.
- Lapavitsas, Costas, Makoto Itoh: **Para ve Finansın Ekonomi Politikası**, Çev. Tuncel Öncel, İstanbul, Yordam Kitap, 2012.
- Lee, Kang-Soek, Richard A. Werner: “Reconsidering Monetary Policy: An Empirical Examination of the Relationship Between Interest Rates and Nominal GDP Growth in the U.S., U.K., Germany and Japan”, **Ecological Economics**, No. 146, 2018, p.33, Elsevier, (Çevrimiçi)
<http://dx.doi.org/10.1016/j.ecolecon.2017.08.013>, 30.06.2019.
- Leijonhufvud, Axel: “Episodes in a Century of Macroeconomics”, **Post Walrasian Macroeconomics, Beyond the Dynamic Stochastic General Equilibrium Model**, Ed. by. David

- Colander, UK, Cambridge University Press, 2006, p.27-45.
- Lenin, V.İ.: **Emperyalizm Kapitalizmin En Yüksek Aşaması**, Çev. Cemal Süreyya, Sol Yayınları, Ankara, Haziran 1979.
- Lozza, Edoardo, Andrea Bonanomi, Cinzia Castiglioni, A. Claudio Bosio: “Consumer Sentiment After The Global Financial Crisis”, **International Journal of Market Research**, Vol.58, Issue 5, 2015, p. 671-691.
- Lybeck, Johan A.: **A Global History of the Financial Crash of 2007–10**, Cambridge, Cambridge University Press, 2011.
- Macdonald, David: “Addicted To Debt: Tracking Canada’s Rapid Accumulation of Private Sector Debt”, **Canadian Centre for Policy Alternatives**, June 2017, (Çevrimiçi) <https://www.policyalternatives.ca/publications/reports/addicted-debt>, 01.02.2019.
- Mackintosh, Stuart P. M.: “Crises And Paradigm Shift”, The Political Quarterly Publishing, Vol. 85, No. 4, October–December 2014, p.406-412.
- Mallampally, Padma, Karl P. Sauvart: “Foreign Direct Investment in Developing Countries”, **Finance & Development**, IMF, March 1999, Volume 36, Number 1, p.34-37, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/index.htm>, 16.04.2017.
- Martinez-Vasquez, Jorge, Felix Rioja, Sam Skogstad, Neven Valev: “IMF Conditionality and Objections: The Russian Case”, **Proceedings of the Fifth International Congress of ISINI**, September 1999, (Çevrimiçi) <http://www.gsu.edu>, 05.01.2018.
- Martini Luca et. al.: “Bad Banks Finding The Right Exit From The Financial Crisis”, **McKinsey Working Paper**, No. 12 August 2009, (Çevrimiçi) <https://www.mckinsey.com/business-functions/risk/our-insights/bad-banks-finding-the-right-exit-from-the-financial-crisis>, 25.02.2018.
- McGreal, Chris: “Revealed: Millions Spent by Lobby Firms Fighting Obama Health Reforms”, **The Guardian**, 01.10.2009, (Çevrimiçi)

<https://www.theguardian.com/world/2009/oct/01/lobbyists-millions-obama-healthcare-reform>, 01.10.2017.

McLeay, Michael,
Amar Radia, Ryland
Thomas: “Money Creation In The Modern Economy”, **Quarterly Bulletin**, Bank of England, , p.21,
<https://www.bankofengland.co.uk/news/publications>,
14 March 2014

McMillion, Charles: “China's Very Rapid Economic, Industrial and Technological Emergence”, **Documentary Annex, Report to Congress of the U.S.-China Security Review Commission**, U.S.-China Security Review Commission, Washington D.C., July 2002, p.17-18, (Çevrimiçi) <https://www.uscc.gov/annual-report/2002-annual-report-congress>, (17.04.2019).

Merriam-Webster: “Conventional Wisdom”, **Merriam-Webster Dictionary**, (Çevrimiçi) <https://www.merriam-webster.com/dictionary/conventional%20wisdom>,
07.06.2017.

Merton, Robert C.,
Zvi Bodie: “A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment”, **The Global Financial System: A Functional Perspective**, Ed. Dwight B. Crane v.d., Boston, Harvard Business School Press, 1995, p.15-21.

Metraux, Daniel A.,
Kellie Ann Warner: “The Character and Structure of the Economy”, **Japan: A Country Study**, Ed. by. Ronald E. Dolan, Robert L. Worden, Library of Congress, Federal Research Division, 1992.

Michel, Norbert,
Stephen Moore: “Quantitative Easing, The Fed’s Balance Sheet and Central Bank Insolvency”, **The Heritage Foundation**, Backgrounder, No. 2938, August 14, 2014, p. 2-3, (Çevrimiçi)
<http://report.heritage.org/bg2938>, 07.12.2017.

Mihm, Stephen: “Dr. Doom”, **The New York Times**, Profile-Nouriel Roubini-Predicting Crises in the United States Economy, 15.08.2008, (Çevrimiçi)
<https://www.nytimes.com/2008/08/17/magazine/17pessimist-t.html>, 09.06.2019.

Mill John S.: **Principles of Political Economy**, 1885, The Project Gutenberg EBook 30107, Release Date September 27, 2009, (Çevrimiçi)

<https://www.gutenberg.org/files/30107/30107-pdf.pdf>
12.03.2019.

Minsky, Hyman P.: **Stabilizing An Unstable Economy**, USA, McGraw-Hill, 2008.

Mirkov Nikola, Igor
Pozdeev, Paul
Söderlind: “Toward Removal of the Swiss Franc Cap: Market Expectations and Verbal Interventions”, **SNB Working Papers**, 10/2016, Swiss National Bank, Zurich, 2016, p.2/5/14, (Çevrimiçi)
https://www.snb.ch/en/mmr/papers/id/working_paper_2016_10, 19.05.2019.

Mirkov,Nikola, Igor
Pozdeev, Paul
Söderlind: “Verbal Interventions and Exchange Rate Policies: The Case of Swiss Franc Cap”, **Journal of International Money and Finance**, 14.08.2018, p.7, (Çevrimiçi)
<https://www.alexandria.unisg.ch/256848/>, 23.06.2019.

Mishkin, Frederic S: “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper**, No. 8087, January 2001, Cambridge, UK, p.11, (Çevrimiçi)
<http://www.nber.org/papers/w8087>, 24.05.2017.

Mishkin, Frederic S: “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, **National Bureau of Economic Research**, Working Paper Series, No. 5600, May 1996, p. 25, (Çevrimiçi) <https://www.nber.org/papers/w5600>, 18.11.2018.

Mishkin, Frederic S: **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Pearson, Seventh Edition, 2004.

Mishkin, S.
Friedrich: “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper Series**, No. 8087, 2001, p. 3, (Çevrimiçi)
<http://www.nber.org/papers/w8087>, 24.05.2017.

Mitchell, Bill: “US Federal Reserve Statement Signals A New Phase In The Paradigm Shift In Macroeconomics”, **Bill Mitchell’s Official Website**, 31.08.2020 (Çevrimiçi)
<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=45699>, 10.10.2020.

- Moessner, Richhild,
Jakob de Haan,
David-Jan Jansen: “The Effect of Forward Guidance and The Zero Lower Bound on Interest Rate Sensitivity to Economic News in Sweden”, **De Nederlandsche Bank**, August 2014, (Çevrimiçi)
https://www.dnb.nl/en/binaries/Jakob%20de%20Haan_tcm47-313764.pdf, 27.11.2017.
- Moschonas,
Gerassimos: “Paradigm Shifts: The Covid-19 Crisis in The Light of The Great Depression and The 2008 Financial Crisis”, **In Depth**, Volume 17 Issue 4, July 2020, Cyprus Center for European and International Affairs, University of Nicosia, p.23-26 (Çevrimiçi)
https://cceia.unic.ac.cy/wp-content/uploads/IN_DEPTH_2020_17-4.pdf, 10.09.2020.
- Moscow Exchange: “Investor Relations”, (Çevrimiçi)
<https://www.moex.com/en/exchange/investors.aspx>, 01.12.2018.
- MSCI ACWI Index: “MSCI ACWI Index”, Morgan Stanley Capital International, March 2020 (Çevrimiçi)
<https://www.msci.com/>, 15.04.2020.
- Naomi, Klein: **This Changes Everything: Capitalism Vs. The Climate**, Penguin Books, Canada, 2014.
- National
Commission: “The Financial Crisis Inquiry Report”, **National Commission**, Official Government Edition, USA, January 2011, p. xv-xxviii, (Çevrimiçi)
<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>, 22.11.2016.
- Ng, Michael, David
Wessel: “The Hutchins Center Explains: The Fed’s Balance Sheet”, **Brookings Institution**, August 18, 2017, (Çevrimiçi)
<https://www.brookings.edu/blog/up-front/2017/08/18/the-hutchins-center-explains-the-feds-balance-sheet/>, 10.06.2019.
- North, Douglass C.,
Barry R. Weingast: “Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England”, **The Journal of Economic History**, Volume XLIX, Number 4, December 1989, p.903-823.
- Ocampo, José
Antonio, Shari: “Capital Market Liberalization and Development”, **Capital Market Liberalization and Development**, Ed.

- Spiegel, Joseph E. by José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz, New York, Oxford University Press, 2008, p. 1-47.
- OECD: “OECD Report on The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance”, **OECD Conference Centre**, Paris, 02.07.2009, (Çevrimiçi) <https://www.world-exchanges.org/our-work/research>, 01.12.2018.
- OECD: “General Government Debt”, **OECD Data**, (Çevrimiçi) <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm>, 02.11.2018
- OECD: “Fiscal Decentralisation and Inclusive Growth”, Ed. Junghun Kim, Sean Dougherty Launch, **OECD Fiscal Federalism Studies**, OECD Publishing, Paris/KIPF, Seoul, 2018, p.60, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1787/9789264302488-en>, 09.11.2019.
- OECD: “OECD Economic Outlook”, (Çevrimiçi) <https://www.oecd-ilibrary.org/statistics>, 04.04.2018.
- OECD: “OECD Economic Outlook”, No 104, November 2018, OECD.Stat, (Çevrimiçi) <https://stats.oecd.org/>, 12.04.2019.
- OECD: “Policy Responses to the Economic Crisis: Investing in Innovation for Long-Term Growth”, **OECD**, June 2009, (Çevrimiçi) <https://www.oecd.org/sti/42983414.pdf>, 22.04.2019.
- Operasyonel Risk Çalışma Grubu: “Operasyonel Risk”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 58, 2006, s.96, (Çevrimiçi) https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/operasyonel_risk.pdf, 07.12.2018.
- Orlowski, Lucjan T.: “Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble?”, **Discussion Paper**, Economics E-Journal, No. 2008-43, Aralık 18, 2008 p.3, (Çevrimiçi) <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2008-43/file>, 13.11.2017
- Özatay Fatih: “Sustainability of Fiscal Deficits, Monetary Policy, and Inflation Stabilization: The Case of Turkey”, **Journal of**

- Policy Modeling**, Volume 19, Issue 6, 1997, p.661-662, Elsevier, (Çevrimiçi) [https://doi.org/10.1016/S0161-8938\(97\)00015-X](https://doi.org/10.1016/S0161-8938(97)00015-X), 16.01.2019.
- Özcan, Serkan: “Para Politikası Tercihleri İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB, Mayıs 2006, s.43. (Çevrimiçi) http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/Uzmanli_kyeni.html, 08.04.2019.
- Özdemir, K. Azim: “Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler”, **Central Bank Review**, 2009, s.47, TCMB, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Central+Bank+Review/2009/>, 08.04.2019.
- Palley, Thomas I.: “Milton Friedman’s Economics and Political Economy: An Old Keynesian Critique”, **Macroeconomic Policy Institute**, Working Paper 134, July, 2014, (Çevrimiçi) https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_134_2014.pdf, 11.10.2016.
- Parasız, İlker: **Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar: Dünyada ve Ülkemizde Kalkınma Makro Ekonomisi**, Sorunlar, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2002, s. 157-160, (Çevrimiçi) eBook Collection (EBSCOhost) <http://eds.b.ebscohost.com/>, 19.04.2016.
- Pattipeilohy, Christiaan: “A Comparative Analysis of Developments in Central Bank Balance Sheet Composition”, **BIS Working Papers**, No 559, April 2016, p.22, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/work559.pdf>, 19.04.2019.
- Perriman, Helen E, Rooma Roshnee Ramsaran-Fowdar, Priya Baguant: “The Impact of The Global Financial Crisis On Consumer Behaviour”, **ResearchGate**, 20 May 2015, p.14, (Çevrimiçi) <https://www.researchgate.net/publication/265564940>, 18.11.2018.
- Petit, Maria-Luisa, Francesca Sanna-Randaccio: “Foreign Direct Investment and Localized Technological Spillovers”, **Optimal Control and Differential Games, Essays in Honor of Steffen Jorgensen**, Ed. by Georges Zaccour, Springer, 2002, Boston, MA, p.153-154.

- Petras, James, Henry Veltmeyer: **Imperialism and Capitalism in the Twenty-First Century: A System in Crisis**, London, Routledge., 2013, p. 109, (Çevrimiçi E-book), EBSCO Publishing, 24 Ekim 2019
- Pollock, Alex J: “Financial Crises Occur About Once Every Decade”, **Financial Times**, US, March 24, 2015, (Çevrimiçi) <https://www.ft.com/content/5148cd1e-cf01-11e4-893d-00144feab7de>, 06.07.2016.
- Rahimov, Vugar, Shaig Adigozalov, Fuad Mammadov: “Determinants of Inflation in Azerbaijan”, **Working Paper Series**, Central Bank of the Republic of Azerbaijan, No. 07, 2016, (Çevrimiçi) <http://www.cbar.az>, 04.05.2019.
- Rana, Pradumna B.: “The Evolving Multilayered Global Financial Safety Net: The Case of the Association of Southeast Asian Nations+3 Regional Financial Safety Net and the International Monetary Fund”, **ADBI Working Paper**, No. 733, Asian Development Bank Institute, May 2017, Tokyo, p.3, (Çevrimiçi) <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/301281/adbi-wp733.pdf>, 24.12.2018.
- Rannou, Yves: “Banking Regulation, Behavioural Finance and The Financial Crisis in Europe: Looking to The Kindleberger-Minsky Paradigm”, **Journal of Risk Management in Financial Institutions**, Vol. 3, 3, Henry Stewart Publications, 4 March 2010, p.278-295.(Çevrimiçi), 02.06.2017.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff: “This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 13882, March 2008, p.53, <http://www.nber.org/papers/w13882>, 22.11.2018.
- Reisman, George: “The Myth that Laissez Faire Is Responsible for Our Present Crisis”, 23.10.2008, **Misses Daily Articles**, (Çevrimiçi) <https://mises.org/library/myth-laissez-faire-responsible-our-present-crisis>, 04.03.2017
- Resmi Gazete: “Eylem Planı”, Öncelik 4, Md. 15, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/10/20091002-9.htm>, 26.11.2018.

- Resmi Gazete: “Merkezi Takas Kuruluşlarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmeliği”, 30/5/2013 tarihli ve 28662 sayılı Resmî Gazete.
- Resmi Gazete: “Sermaye Piyasası Kanunu”, Md. 77, 30 Aralık 2012 tarihli, 28513 sayılı Resmi Gazete.
- Reuters: “Timeline: Key Events in Subprime Fallout at UBS”, Reuters, (Çevrimiçi)
<https://www.reuters.com/article/us-ubs-timeline-sb/timeline-key-events-in-subprime-fallout-at-ubs-idUSTRE5192DB20090210>, 18.03.2019.
- Richards, James: **The Death of Money The Coming Collapse of the International Monetary System**, Penguin Random House UK, 2014.
- Riksbank (Sveriges Riksbank): “Previous Repo Rate Decisions”, **Riksbank**, (Çevrimiçi) <http://www.riksbank.se/en/Monetary-policy/Forecasts-and-interest-rate-decisions/Previous-repo-rate-decisions/>, 15.11.2017
- Robinson, Kenneth J.: “Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980”, **Federal Reserve History**, 22.11.2013, (Çevrimiçi)
https://www.federalreservehistory.org/essays/monetary_control_act_of_1980, 01.09.2017.
- Robinson, William I.: “Giovanni Arrighi: Systemic Cycles of Accumulation, Hegemonic Transitions, and the Rise of China”, **New Political Economy**, Routledge, 05 November 2010, p.7-8 (Çevrimiçi)
<http://dx.doi.org/10.1080/13563467.2010.512657>, 24.05.2017.
- Rodden, Jonathan A., Gunnar S. Eskeland: **Fiscal Decentralization and the Challenge of Hard Budget Constraints**, p. 458-459, Ed. By. Jonathan A. Rodden, Gunnar S. Eskeland and Jennie Litvack, Cambridge, The MIT Press, 2003, (Çevrimiçi E-book) EBSCO Publishing, 22 Ekim 2019.
- Rogers, John H., Chiara Scotti , Jonathan H. Wright: “Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison”, **Board of Governors of the Federal Reserve System**, International Finance Discussion Papers 1101, p.6, March 2014, USA, (Çevrimiçi)

<https://www.federalreserve.gov/PUBS/ifdp/2014/1101/ifdp1101.pdf>, 21.06.2019.

Rohit, Khare: “Extending the Representational State Transfer (REST) Architectural Style for Decentralized Systems”, **Dissertation**, University of California, Irvine, 2003, p.151, (Çevrimiçi)
<https://www.ics.uci.edu/~rohit/Khare-Thesis-FINAL.pdf>, 02.04.2019.

Rusya Merkez Bankası: Son güncelleme: 5 Mart 2019, (Çevrimiçi)
<https://www.cbr.ru/eng/today/bankstatus/>, 09.03.2019.

Ryan-Collins, Josh, Richard A. Werner, Jennifer Castle: “A Half-Century Diversion of Monetary Policy? An Empirical Horse-Race to Identify The UK Variable Most Likely To Deliver The Desired Nominal GDP Growth Rate”, **Journal of International Financial Markets, Institutions&Money**, Volume 43, July 2016, p.172-173, Elsevier, (Çevrimiçi)
<http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2016.03.009>, 20.01.2019.

Saraçoğlu, Metin, Mehmet Kuzu, Fatih Kocaoğlu: “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Arasındaki Etkileşimlerin Küresel Ekonomi Politik Çerçevesinde Analizi”, **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt 1, Sayı 2, 2015, s.108, (Çevrimiçi)
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/gjeb/issue/7239>, 08.04.2019

Saygılı, Şeref, Cengiz Cihan, Hasan Yurtoğlu: “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi, Büyüme ve Verimlilik: 1972-2000”, **Devlet Planlama Teşkilatı**, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2665, 2002, s. 47-98.

Schumpeter, Joseph A.: **Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process**, New York, McGraw-Hill, 1939.

Schumpeter, Joseph A.: **The Economics and Sociology of Capitalism**, Ed. Richard Swedberg, N.J., Princeton University Press, 1991.

Schwartz Anna J: **Banking School, Currency School, Free Banking School**, Palgrave Macmillan, 1989, p.41-49.

- Seattle Municipal Archives: “World Trade Organization Protests in Seattle”, (Çevrimiçi) <https://www.seattle.gov/cityarchives/exhibits-and-education/digital-document-libraries/world-trade-organization-protests-in-seattle>, 19.04.2019.
- Šehović, Damir: “The Impact of the Great Recession on Monetary and Fiscal Policy in Developed Market Economies”, **Business Systems Research**, Vol. 6 No. 1, March 2015, p. 56-71, p.56-71, <https://www.degruyter.com/downloadpdf/j/bsrj.2015.6.issue-1/bsrj-2015-0004/bsrj-2015-0004.pdf>, 11.04.2019.
- Selgin, George: “Financial Stability Without Central Banks”, **Institute of Economic Affairs**, March 2018, UK, p. 44, e-book, (Çevrimiçi) <https://iea.org.uk/publications>, 29.06.2019.
- Seyidoğlu, Halil: “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2003, s.141-156.
- Shaw, Malcolm N.: **Uluslararası Hukuk**, Çev. Ed. İbrahim Kaya, Türkiye Bilimler Akademisi, 8.baskı, 2017.
- Smith, John: “Imperialism in the Twenty-First Century: Globalization, Super-Exploitation, and Capitalism’s Final Crisis”, US, **Monthly Review Press**, January 22, 2016, p. 146-147 (Çevrimiçi E-book), EBSCO Publishing, 28 Ekim 2019
- SNB: Data portal, SNB, (Çevrimiçi) <https://data.snb.ch/en>, 17.03.2019.
- Sombart, Werner: **Economic Life in the Modern Age**, Ed. Reiner Grundmann, Nico Stehr, Taylor and Francis, 2001.
- Soros, George: “Anatomy of Crisis – The Living History of the Last 30 years”, **INET Conference**, April 9, 2010, Cambridge, United Kingdom, (Çevrimiçi) <https://www.ineteconomics.org/conference-session/anatomy-of-crisis-the-living-history-of-the-last-30-years-economic-theory-politics-and-policy>, 01.05.2017.

- Steinbrook, Robert: “Lobbying, Campaign Contributions, and Health Care Reform”, **New England Journal of Medicine**, 18.11.2009, (Çevrimiçi) <http://www.nejm.org/doi/full/10.1056/NEJMp0910879#t=article>, 06.11.2017.
- Stiglitz, Joseph E.: “Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis”, **IMF Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis**, Washington, DC, March 7 and 8, 2011, p. 37-55, (Çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/JSpresentation.pdf>, 04.12.2017.
- Streeck, Wolfgang: **Satın Alınan Zaman**, Çev. Kerem Kabadayı, İstanbul, KÜY Yay., Haziran, 2016.
- Summers, Lawrence H.: “Macroeconomic Consequences of Financial Crises”, **The Risk of Economic Crisis**, Ed. Martin Feldstein, University of Chicago Press, 1989, p. 135 – 158, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/chapters/c6231.pdf>, 10.10.2017.
- Svensson, Lars E.O.: “Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis”, Sveriges Riksbank, , Amsterdam, 21.09.2009, (Çevrimiçi) <http://archive.riksbank.se/en/Web-archive/Published/Speeches/2009/Svensson-Flexible-Inflation-Targeting-Lessons-from-the-Financial-Crisis/index.html>, 11.04.2019.
- Sykes Jay B.: “Regulatory Reform 10 Years After the Financial Crisis: Systemic Risk Regulation of Non-Bank Financial Institutions”, **Congressional Research Service**, April 12, 2018, Federation of American Scientists (FAS) <https://fas.org/sgp/crs/misc/R45162.pdf>, 10.06.2019
- Şahin, İsmail, Muhammet Karanfil: “Türkiye Ekonomisinde 1980-2013 Dönemi Para Arzının Enflasyon Üzerindeki Etkisi”, **Business and Economics Research Journal**, 6 (4), 2015, s. 110, (Çevrimiçi) www.berjournal.com, 26.04.2019.
- T.C. Ticaret Bakanlığı: “2018 Yılı Ekim Ayı Dış Ticaret, Ticaret, Esnaf ve Kooperatiflere İlişkin Veri Bülteni Açıklandı”, **Ticaret Bakanlığı**, Haberler, (Çevrimiçi) <https://www.ticaret.gov.tr/haberler/2018-yili-ekim-ayi->

dis-ticaret-ticaret-esnaf-ve-kooperatiflere-iliskin-veri-bul, 12.06.2019.

Takagi, Shinji: **Conquering the Fear of Freedom: Japanese Exchange Rate Policy since 1945**, Oxford University Press, 2015.

Taylor, Alan: "The Great Leveraging, Bank for International Settlements", **BIS Working Papers**, Monetary and Economic Department, No. 398, December, 2012 p.35, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/work398.htm>, 27.11.2018.

Taylor, John B.: "How the Rational Expectations Revolution Has Changed", **Macroeconomic Policy Research**, 12th World Congress of the International Economic Association, Buenos Aires, Argentina, August 24, 1999, (Çevrimiçi) <https://web.stanford.edu/~johntayl/Papers/IEALecture.pdf>, 11.10.2016.

T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı: "Finansal İstikrar Komitesi", (Çevrimiçi) <https://hazine.gov.tr/finansal-istikrar-komitesi>, 18.11.2018.

TCMB: "Parasal Aktarım Mekanizması", **TCMB**, 2013, Ankara ISBN (elektronik): 978-605-5758-89-9, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4e99834e-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NONE>, 15.01.2019

TCMB: "Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kitapçığı", **TCMB**, 2011, Ankara, s.11-12, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Kitap%2C+Kitapciklar+ve+Brosur>, 24.11.2018.

TCMB: "Finansal İstikrar Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri", **TCMB**, Ankara, 2015, s.17.

TCMB: "Kasım Ayı Parasal Gelişmeleri", **TCMB**, 31 Aralık 2018, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/>, 16.01.2019

TCMB: "TCMB Enflasyon Raporu", 2016-III, ISSN 1306-4509.

Çevrimiçi

(<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/>), 15.01.2019.

TCMB: Bülten, Sayı 28, s.5, Aralık 2012, (Çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/>, 03.04.2019.

TCMB: Bülten, Sayı 31, Eylül 2012, s.5, (Çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/>, 03.04.2019.

Enflasyon Hedefleri, **TCMB**, (Çevrimiçi),
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri>,
12.06.2019.

Parasal ve Finansal İstatistikler, **TCMB**, (Çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Secilmis+Grafikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler/>, (Son Gözlem: 15 Mart 2019)

TCMB: Terimler Sözlüğü, **TCMB**, (Çevrimiçi)
<http://www.tcmb.gov.tr>, 09.05.2019.

Conference on The Future of Asia: “The 25th International Conference on The Future of Asia in Tokyo”, **The Future of Asia**, May 30, 2019, Nikkei Inc., Japan, (Çevrimiçi) <http://future-of-asia.nikkei.jp/asia2019/eng/>, 21.07.2019.

The People's Bank of China: (Çevrimiçi) <http://www.pbc.gov.cn/en>, 08.08.2019.

The Treasury Committee: “Appointment of Dr Mark Carney as Governor of the Bank of England”, **House of Commons Treasury Committee**, Eighth Report of Session 2012–13, Treasury Committee: Evidence Ev 13, 19 April 2013, (Çevrimiçi) <https://publications.parliament.uk>, 21.12.2018.

Thrift, Niggel: **Knowing Capitalism**, Sage Publication, India, 2005.

Tobin, James: “Commercial Banks as Creators of ‘Money’”, **Cowles Foundation Discussion Papers**, No. 159, July 24, 1963, p.7-9, (Çevrimiçi)

<http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d01/d0159.pdf>, 01 Mart 2019.

- Tobin, James: “Money and Economic Growth, *Econometrica*”, **The Econometric Society**, Vol. 33, No. 4, Oct., 1965, p.676, (Çevrimiçi) <https://www.jstor.org/stable/1910352>, 12.04.2019.
- Tunalı, Halil, Yusuf Yalçınkaya: “Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi Analizi”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt 66, 2016/2, s. 61-111.
- Tunalı, Halil: “2000 Sonrası Türkiye Ekonomisinin Yol Haritasının Bilinmesinde IMF’in Etkisi”, **2000 Sonrası Türkiye İktisadının Değişimi**, Der. Yusuf Alpaydın, Halil Tunalı, İstanbul, İTO Yayınları, Yayın No. 2011-31, 2011, s.43-68.
- Tutan, Mehmet Ufuk: “Kapitalist Üretim Sisteminde Üretim ile Tüketim Dengesizliğine Tarihsel ve Teorik Yaklaşımlar”, **Ege Akademik Bakış**, 10 (3) 2010: 773 – 790.
- Türkiye İhracatçılar Meclisi: Basın Açıklaması, **Türkiye İhracatçılar Meclisi**, (Çevrimiçi) <http://www.tim.org.tr/tr/basin-odasi-gundem-tl-ihracat-tum-zamanlarin-rekorunu-kiriyor.html>, 12.06.2019.
- Türkiye İstatistik Kurumu: TÜİK, (Çevrimiçi) <http://www.tuik.gov.tr>, 01.07.2017.
- Tyler, Colin: “Power, Alienation and Performativity in Capitalist Societies”, *European Journal of Social Theory*, Volume 14-26, Issue 2, May 2011, p. 14 (Çevrimiçi) <http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/1368431011403460>, 01.06.2017.
- U.S. Commodity Futures Trading Commission: “Federal Register”, Vol. 79, No. 21, Friday, January 31, 2014, Proposed Rules, p. 5808, 45861, (Çevrimiçi) <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2013-31476a.pdf>, 18.11.2018.
- U.S. Commodity Futures Trading Commission: “XXVIII. Volcker Rule”, (Çevrimiçi)

- https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Rulemakings/DF_28_VolckerRule/index.htm, 18.11.2018.
- U.S. Commodity Futures Trading Commission: Dodd-Frank Yasası, (Çevrimiçi) <https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>, 18.11.2018.
- United Nations: “Global Foreign Direct Investment Slipped in 2017”, **UN Press Release**, (Çevrimiçi) <https://unctad.org/en/pages/PressRelease.aspx?OriginalVersionID=445>, 05.11. 2018.
- United Nations: “United Nations Conference on Trade and Development-UNCTAD”, (Çevrimiçi), <http://unctadstat.unctad.org>, 21.09.2017.
- United Nations: UNCTADstat, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, (Çevrimiçi) <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableView/tableView.aspx?ReportId=96740>, 05.11. 2018
- Rusya Ulusal Kalkınma Bankası: VEB.RF: Major Financial Development Institution, (Çevrimiçi) <https://b36.pf>,
- Werner, Richard A.: “A Lost Century in Economics: Three Theories of Banking And The Conclusive Evidence”, **International Review of Financial Analysis**, Volume 46, July 2016, p. 362-366, Elsevier, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2015.08.014>, 20.01.2019
- Werner, Richard A.: “Enhanced Debt Management: Solving The Eurozone Crisis by Linking Debt Management With Fiscal and Monetary Policy”, **Journal of International Money and Finance**, 49 (2014), p.465-466, 2014, (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.06.007>, 09.04.2019.
- White, William R.: “Are Changes in Financial Structure Extending Safety Nets”, **BIS Working Papers**, No 145, January 2004, p. 5-16, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/publ/work145.pdf>, 09.10.2017.
- Williams, Colin: **A Commodified World?: Mapping the Limits of Capitalism**, Zed Books, 2005, Londra.

- Williams, John C.: “Inflation Targeting and the Global Financial Crisis: Successes and Challenges”, **Conference on Fourteen Years of Inflation Targeting in South Africa and the Challenge of a Changing Mandate**, Federal Reserve Bank of San Francisco, (Prepared for the South African Reserve Bank), October 31, 2014, p. 14, (Çevrimiçi) <https://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/williams-speeches/2014/october/inflation-targeting-global-financial-crisis/>, 11.04.2019.
- Withrow, Aaron: “Developments in Banking and Financial Law:2008-2009, The Credit Crisis of 2008”, **Review of Banking & Financial Law**, Boston University, Vol. 28, p.32-41, 2009, (Çevrimiçi) <http://www.bu.edu/law/journals-archive/banking/archives/documents/volume28/developments1.pdf>, 01.09.2017
- World Bank: “Global Outlook, The Turning of the Tide?”, **Global Economic Prospects**, World Bank, June 2018, p.3, (Çevrimiçi) <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/29801/211257-Ch01.pdf>, 09.04.2019.
- World Bank: “Political Decentralization”, **World Bank**, Decentralization & Subnational Regional Economics, (Çevrimiçi) <http://www1.worldbank.org/publicsector/decentralization/political.htm>, 12.04.2019.
- World Bank: “Global Economic Prospects, Slow Growth, Policy Challenges”, **World Bank**, (Çevrimiçi) <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects#data>, January 2020.
- World Digital Library: “Laziness - Poverty, Work – Wealth”, 1920, İtalya, **World Digital Library**, (Çevrimiçi) <https://www.wdl.org/en/item/17651/#q=economics>, 31.12.2019.
- World Bank Group: “Cash vs. Electronic Payments in Small Retailing Estimating the Global Size”, World Bank Group, International Bank for Reconstruction and Development, Washington DC, 2016. (Çevrimiçi) <http://pubdocs.worldbank.org/>, 21.02.2020.

- Yanar, İrfan v.d.: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu ve Analitik Bilanço, Örnek Uygulamalar ve Bilanço Yansımaları**, TCMB, 2016, Ankara, s. 43-46, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/>, 23.03.2019.
- Yan-liang, Wang: “Relationship Research on Money Supply, Economic Growth and Inflation”, **Journal of Convergence Information Technology**, Volume7, Number11, June 2012, p.27-28, (Çevrimiçi) doi:10.4156/jcit.vol7.issue11.3, 01.05.2019
- Yeldan, Erinç: “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007-2008 Krizi”, **Çalışma ve Toplum**, 2009/1, s.11-28, (Çevrimiçi) <https://calismatoplum.org/calisma-toplum-arsivi/1071>, 21.03.2019.
- Yıldırım, Jülide: “Türkiye’de Para Yaratma Gelirleri 1981-1991”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Tartışma Tebliği, No: 9303, Nisan 1993.
- Yılmaz, Ahmet, Ayhan Uçan: “Dünya Ekonomisinde Finansallaşma Sürecinin Eleştirel Bir Değerlendirmesi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**, 2012, cilt 33, Sayı 2, s.78-80.
- Yu, Wang: “The Adjustment Of China’s Monetary Policy Stance in The Face of Global Volatility”, **BIS Papers**, Feb 2013, No 70, p.148, (Çevrimiçi) https://www.bis.org/author/wang_yu.htm, 11.04.2019.
- Zadek, Simon: “Imagining a Sustainable Financial System”, **Re-imagining Capitalism**, Ed. Dominic Barton, Dezső Horváth, Matthias Kipping, New York, Oxford University Press, 2016.
- Zhou, Hui: **China’s Monetary Policy Regulation and Financial Risk Prevention The Study of Effectiveness and Appropriateness**, Springer, 2015.
- Zurbrugg, Fritz: “After The Minimum Exchange Rate – New Monetary Policy Challenges”, **Money Market Event**, BIS Central Bankers’ Speeches, 26 March 2015, Zurich, (Çevrimiçi) <https://www.bis.org/review/r150330c.pdf>, 23.06.2019.

ÖZGEÇMİŞ

Bedia TEKİN, Celal Bayar Üniversitesi İktisat Bölümü'nden mezun olmuştur. 2007 yılında ABD'de gazetecilik öğrenimine başlamıştır ve devamında Avrupa Çalışmaları alanında saha deneyimi elde etmiştir. 2010 yılında Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitü'nde yüksek lisans öğrenimine başlamıştır ve 2012 yılında İktisat Anabilim Dalı Uluslararası Ticaret ve Para Yönetimi programından mezun olmuştur. Aynı sene İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'nda doktora öğrenimine başlamıştır.

Akademik ilgi alanları; iktisat politikası, iktisat tarihi, uluslararası iktisat, çok dillilik ve çok kültürlülük ile yükseköğretimde uluslararasılaşma konularıdır.

2011 yılında Fatih Sultan Mehmet Vakıf Üniversitesi Uluslararası İlişkiler Birimi'nde idareci olarak göreve başlamış olup, halen daire başkanı ve kurum Erasmus koordinatörü olarak bu göreve devam etmektedir.