

MERKEZ BANKACILIĞI VE YENİ ARAYIŞLAR: NOMİNAL GSYH HEDEFLERİ VE KALKINMACI MERKEZ BANKACILIĞI TARTIŞMALARI*

CENTRAL BANKING AND NEW QUESTS: NOMINAL GDP TARGETING AND DEVELOPMENTAL CENTRAL BANKING DISCUSSIONS

Umut ÜZAR**
Aykut BAŞOĞLU***

Öz:

Para politikasının uygulayıcısı konumunda olan merkez bankalarının kuruluşundan günümüze farklı ve önemli görevler ifa ettiği bilinmektedir. Diğer yandan merkez bankaları, iktisadi konjunktürdeki her değişim sonrası fazlaca tartışılan ve icra ettikleri görevlerinden dolayı iktisat yazınında en çok incelenen kurumların başında gelmektedir. Ekonomik ve siyasal sistemde yaşanan değişimler şüphesiz merkez bankalarının görevlerine, yetkilerine ve para politikası uygulamalarındaki seçimlerine de doğrudan etki etmektedir. Fiyat istikrarının genel kabul gördüğü yıllarda enflasyon hedeflemesi uygulamada en fazla tercih edilen strateji olmuştur. Fiyat istikrarının sağlanmasında etkin olarak uygulanmış /uygulanmakta olan bu strateji enflasyonun kontrol altına alınmasında etkili olmuştur. Bununla birlikte ekonomik büyüme, istihdam, döviz kuru ve finansal istikrar gibi diğer makro iktisadi değişkenler üzerindeki etkisi, özellikle 2008 Krizi sonrası tartışılmaya açılmıştır. Bu tartışmalardan hareketle çalışmanın amacı, merkez bankacılığının gelişim serüvenine ve bu serüvende ortaya çıkan nedensellik ilişkilerine ışık tutarak, nominal GSYH hedeflemesi ve kalkınmacı amaçları önceleyen merkez bankacılığı ile yaygın para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesinin sağlıklı bir karşılaştırmasını yaparak, bu farklı para politikası stratejilerin ne ölçüde ciddi bir alternatif olacağını irdelemektir.

Anahtar Kelimeler: Merkez Bankacılığı, Nominal GSYH hedeflemesi, Kalkınmacı Merkez Bankacılığı.

Abstract:

It is known that the central banks, which are practicing the monetary policy, have performed different and important tasks since its foundation. On the other hand, Central banks are at the forefront of the institutions most frequently discussed in economic literature due to their duties that are discussed and executed after every change in the economic conjuncture. Changes in the economic and political system undoubtedly also have a direct impact on the central bank's duties, powers and choices in monetary policy. In the years when price stability was generally accepted, inflation targeting became the most preferred strategy in practice. This strategy, which has been effectively implemented to ensure price stability, has been effective for controlling inflation. However, the impact on other macroeconomic variables such as economic growth, employment, exchange rate and financial stability has been opened to debate especially after the 2008 Crisis. The aim of the study from these discussions is to make a healthy comparison of the nominal GDP targeting and inflation targeting, which is the common monetary policy strategy; central banking that prioritizes developmental goals and sheds light on the development adventure of central banking and causality relations emerging in this adventure. These different monetary policy strategies are how far will be a serious alternative.

Keywords: Central Banking, Nominal GDP Targeting, Developmental Central Banking.

* Makale Gönderim Tarihi: 27.02.2017

Makale Kabul Tarihi: 06.06.2017

** Arş. Gör., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, umutuzar@ktu.edu.tr.

*** Yrd. Doç. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, basoglu@ktu.edu.tr.

GİRİŞ

Merkez bankaları, para basımı ve para politikalarının hayata geçirilmesi başta olmak üzere, bir bütün olarak parasal sistemden sorumlu ve ekonomiler için hayati öneme sahip kurumlar olmuşlardır. Nitekim bu önemin göstergesi olacak şekilde yüzyılı biraz aşkın bir süre önce 18'i bulan merkez bankası sayısı hızla artarak günümüzde 200'e yaklaşmıştır. Diğer yandan merkez bankalarının kurumsal anlamda yapılanmaları ve uyguladıkları iktisat politikaları kaçınılmaz olarak içinde bulunduğu coğrafyanın iktisadi öncelikleri ile siyasi ve toplumsal yapısından bağımsız düşünülemez. Bu bağlamda, XVII. yüzyılda kurulan ve merkez bankacılığının ilk örneği olan İsveç Merkez Bankası'nın (Riskbank) kuruluşundan bu yana, merkez bankalarının kurumsal yapısı ve amaçları ile görev ve yetkilerinde zamanla değişim yaşanmış; dışsal ve içsel dinamiklerine uyum sağlayacak şekilde farklılaşmıştır.

Para basma ve döviz kurunun değerinin belirlenmesi gibi fonksiyonları icra eden ilk merkez bankaları, zamanla ekonomik yaşam ve siyasi konjonktürdeki değişimlerle savaş finansmanını sağlama, kamu borçlarının yönetimi ve senyoraj geliri yaratma gibi işlevler kazanmıştır. Bu bağlamda, erken dönem merkez bankalarının asli görevi kamu finansmanın sorunsuz bir şekilde yürütülmesi olmuştur. XIX. Yüzyılın sonlarına doğru, altın standardı sisteminin uygulanmasıyla birlikte, merkez bankalarının öncelikli amacı ulusal paranın altına çevrilebilirliğinin sorunsuz bir şekilde sağlanmasına evrilmiştir. Bu çerçevede, merkez bankaları paranın hem iç hem de dış değerinin korunmasını amaçlamıştır. Altın para standardının I. Dünya Savaşı'nın sonucuyla terkedilmesi, 1929 Büyük Buhranı ve II. Dünya Savaşı, merkez bankalarının kurumsal yapı ve işleyişlerini önemli ölçüde değiştirmiştir. Değişen iktisadi, siyasi ve sosyal ortam çerçevesinde, merkez bankaları giderek hükümetlerin kontrolü ve denetimi altında çalışarak, devletlerin hazinesi görevini üstlenmiştir. Keynesyen politikaların damga vurduğu bu dönemde, merkez bankaları iktisadi öncelikler doğrultusunda, tam istihdam ve ekonomik büyüme amacıyla çevrenmiştir. Bretton Woods sabit döviz kuru sisteminin çökmesinin ardından, Keynesyen politikalarla uyumlu para politikalarının enflasyonu ve iktisadi daralmayı önlemedeki başarısızlığı, iktisat tarihinde yeni bir sayfa açarak paradigma değişimine neden olmuş ve Milton Friedman öncülüğünde Monetaristleri baskın konuma getirmiştir. Dönemin en önemli ve öncelikli sorunu olarak karşımıza çıkan enflasyon olgusu, analizlerin merkezine konularak, merkez bankalarının öncelikli amacını enflasyonla mücadeleye dönüştürmüş ve fiyat istikrarını tek ve en önemli amaç haline getirmiştir. Dolayısıyla, makroekonomik başarının temel taşı fiyat istikrarının sağlanması şeklinde formüle edilmiştir.

1980'li yıllardan sonra teknolojik gelişmelerinde hız verdiği finansal piyasalardaki gelişmeler ve sermaye piyasaları arasındaki entegrasyon merkez bankaları için zorlu bir viraj daha yaratmıştır. Hedeflenen parasal büyüklükler ve enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflaması, enflasyonu belirleyen parasal büyüklüklerin tespitini zorlaştırmış ve ikisi arasındaki bağı önemli ölçüde koparmıştır. Bu bağlamda parasal büyüklüklerin hedeflenmesi değişen koşullara cevap verememiş, enflasyon hedeflemesi stratejisi popüler para politikası haline gelmiştir. Enflasyon hedeflemesinin, tüm dünyada yaygın bir şekilde uygulanmasıyla, merkez bankası bağımsızlığı, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkesi giderek önem kazanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, fiyat istikrarının sağlanmasıyla birlikte, finansal istikrarın da sağlanacağı öngörüsünde bulunurken, yaşanan 2008 Küresel Krizin fiyatların oldukça makul bir seviyede olduğu ve tüm dünya üzerinde enflasyonun dizginlendiği bir ortamda patlak vermesi, gözlerin tekrar merkez bankalarına çevrilmesine neden olmuştur. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarına çok fazla önem atfettiği ve bu nedenle finansal istikrarı ıskaladığı, bunun yanı sıra ekonomik büyüme ve istihdam hedeflerini ikincil amaç olarak gördüğü noktasında eleştiriler yüksek bir tonda dillendirilmeye başlanmıştır.

Kriz sonrası tartışmalar, enflasyon hedeflemesi stratejisine alternatif bir para politikası stratejinin ne olabileceği üzerine yoğunlaşmıştır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi stratejisinin düşük seyreden büyüme oranları ve yüksek işsizlik seviyesine yeterince çare olamadığı, ekonomilerin likidite tuzağına düştüğü, dolayısıyla genişleme trendi yakalayamadığı bir konjunktürde, nominal GSYH hedeflemesi birçok iktisatçı tarafından önemli bir alternatif olarak sunulmuştur.

Diğer taraftan kriz öncesi, merkez bankalarının kurumsal yapıları ve para politikasının içeriği konusunda sağlanan büyük uzlaşısı, kriz sonlarında ciddi bir şekilde sarsılmıştır. Özellikle ana akım iktisatçıların bile, merkez bankalarının bu mevcut çerçevesinin artık yeterli olmadığı, hedef ve araç setinin daha kapsamlı olması yönündeki eleştirileri, merkez bankacılığının yakın gelecekte radikal değişimlere tabi olacağını sinyallerini vermektedir. Bu süreçte, en radikal ve yenilikçi adımlar ise gelişmekte olan ülkelerde atılmıştır. Kalkınmacı merkez bankacılığı olarak adlandırılan, ekonomik büyümeyi, istihdamı, kalkınmayı, finansal istikrarı ve yapısal dönüşümü eş zamanlı önemseyen, aslında bugünkü gelişmiş ülkelerin sanayileşme süreçlerinde izlerine rastlanan, yeni bir anlayış ortaya çıkmıştır. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi önceliklerinin gerçekleştirilmesinde, kalkınmacı merkez bankaların çizdiği çerçeve, işlevsel bir rol oynamaya adaydır.

Yukarıdaki saptamalardan hareketle girişi takip eden birinci ana başlıkta, merkez bankacılığının tarihsel serüveninde kısa bir gezintiye çıkılacaktır. İkinci ve üçüncü ana başlıklarda sırasıyla, Küresel Kriz öncesi ve sonrasında “Büyük Yatışma” (Great Moderation) olarak adlandırılan merkez bankacılığının dinamiklerine ve politika tepkilerine odaklanılacaktır. Çalışmanın devam eden diğer ana başlıklarında ise enflasyon hedeflemesi stratejisine alternatif olabilecek, nominal GSYH hedeflemesi ve kalkınmacı merkez bankacılığı kavramları tanıtılarak, karşılaştırmalı bir analiz yapılacaktır.

1. KURULUŞUNDAN GÜNÜMÜZE MERKEZ BANKACILIĞI: TARİHSEL SÜRECE KISA BİR BAKIŞ

Amerikalı nüktedan Will Rogers’ın, “merkez bankacılığı, tekerlek ve ateşle birlikte insanlık tarihinde meydana gelen üç önemli icattan biridir” söylemi, günümüzde merkez bankacılığının geldiği noktayı ispatlar niteliktedir. Üç yüz yıllık bir süre gelmişlikle merkez bankaları günümüz modern ekonomilerinde sistemin en önemli bileşenlerinden birisidir.

Merkez bankasını “devlet adına banknot basmak ve bu banknotları tedavüle sokmak ile yetkili; ekonominin likiditesini ekonomik konjonktüre göre ayarlayarak, ulusal paranın değerine istikrar kazandırma amacıyla para politikası araçlarını kullanan ve mali kesimi etkileyen; devletin bir kurumu olmakla beraber hükümetten bağımsız ancak hükümetle uyumlu çalışan ve kar amacı taşımayan bir bankadır” şeklinde tanımlamak mümkündür.

Devletler 18., 19. ve 20. Yüzyıllarda yaşanan savaşların finansmanında borç para bulma konusunda büyük zorluklarla karşılaşmışlardır. Bu sebeple ülkeler, banknot ihraç yetkisine sahip bankalardan borçlanma yoluna gitmişlerdir. Ancak savaş giderlerinin karşılanması için yapılan yoğun banknot ihracı oldukça yüksek enflasyona sebep olmuştur. Bu deneyim karşısında banknot basma yetkisine sahip ticari bankaların yasal olarak kısıtlanması yoluna gidilmiştir. Yapılan yasal düzenlemelerle parasal istikrarın sağlanacağı anlaşılmış; ticari bankalarının banknot ihraç yetkilerinin kaldırılması ve bu yetkinin tek bir bankaya verilmesiyle merkez bankacılığına doğru giden serüvenin adımları atılmıştır (Capie vd., 1994: 5).

Şüphesiz merkez bankacılığının ortaya çıkmasında birçok neden söz konusudur. Genel olarak bakıldığında banknot ihracını kontrol altına alma (Oktar, 1996: 25); paranın fonksiyonlarının ve ekonomik yaşamdaki etkinliğinin değişmesi ve artması (Aktan vd., 1998: 108); zaman içinde “polis devlet” olgusundan, “sosyal devlet” olgusuna doğru bir evrilme süreci sonucu artan kamu giderlerini karşılamada kamu gelirlerin yetersiz kalması (Akyazı, 1994: 9) en önemli nedenler olarak sıralanabilir.

1900'lü yıllardan önce kurulan merkez bankalarının genel olarak kuruluş amaç ve görevleri savaş giderlerinin finansmanı, kamu borçların yönetimi ve senyoraj yaratma, parasal bağımsızlık, ekonomik büyümeyi teşvik etme, parasal reformları destekleme, savaş öncesi ekonomik istikrarı ve parasal rejime olan güveni sağlama şeklinde sıralanabilir (Siklos, 2002: 11). Ancak belirtmek gerekir ki erken dönem merkez bankalarının görevi para politikasını yürütmekten ziyade kamu finansmanı sağlamak olmuştur (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB], 2012: 1).

Ekonomik konjonktürde yaşanan gelişmelere paralel olarak merkez bankacılığında da önemli gelişmeler ve dönüşümler yaşanmıştır. Örneğin altın standardı sisteminin uygulandığı dönemde (1873-1914) merkez bankalarının öncelikli amacı ulusal paranın altına konvertibilitesinin sürdürülür kılınması olmuştur. Bu disiplinle paranın hem iç hem de dış değerinin korunması amaçlanmıştır (Önder, 2005: 13).

1914-1945 yılları diğer tüm alanlarda olduğu gibi merkez bankacılığı açısından da, bir kaos dönemi olarak nitelendirilebilir. Nitekim bu dönemde görülen iki dünya savaşı, uluslararası ekonomik sistemi çok derinden etkileyen 1929 Büyük Buhranı, hükümetlerin yoğun ekonomik müdahaleleri, altın standardına geri dönme çabaları ve para bloklarının oluşması; ulusal ve uluslararası ekonomi politikalarında istikrarsızlık yaşanmasına neden olmuştur. Böyle bir ortamda merkez bankaları devletin bütçe açıklarını finanse eden ve savaş harcamalarını karşılayan kurumlar olmuşlardır (Önder, 2005: 14-17). Bu dönemin sonlarına doğru merkez bankaları doğru hükümetlerin kontrolü ve denetimi altında çalışmışlardır (Siklos, 2002: 12).

Savaş, ülkelere tam istihdamı sağlamalarında yardımcı olmuştur. Ancak savaş sonrası, Bretton Woods Sisteminin (1945-1973) uygulandığı dönemde, tam istihdamın devam edip etmeyeceği yönündeki belirsizlik ve bu bağlamda ortaya çıkabilecek potansiyel sorunlar, politika yapıcılar üzerinde baskı yaratmıştır. Bu nedenle otoriteler tam istihdam seviyesini korumak için talep yönetimine yönelmişlerdir. O dönemki ekonomik koşullar altında Keynesyen politikalarla talep yönetilmeye çalışılmış; Klasik İktisatta yansız olan para politikası, Keynesyen İktisatta talep yönetiminin bir parçası olarak kabul edilmiştir. Böyle bir oluşturma merkez bankalarının hazinenin alt hiyerarşisinde çalışan bir kurum olarak görülmesine neden olmuştur. Bu dönemde merkez bankalarına paranın değerinin korunması amacının yanında yüksek istihdam ve ekonomik büyüme gibi amaçlar da yüklenmiştir (Capie vd., 1994: 24).

Merkez bankacılığının üç yüz yılı aşkın tarihi incelendiğinde belki de en fazla ilerlemenin, yapısal dönüşümün ve modernleşme sürecinin yaşandığı yıllar, Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonraki yıllar olduğu söylenebilir. Modern merkez bankacılığının başlangıcı sayılan bu dönemde, merkez bankacılığının gelişmesi teknolojiadaki, finansal sistemdeki ve ekonomik yapıdaki değişmelerle paralel hareket etmiştir. Merkez bankalarının politika amaç ve araçlarında, stratejilerinde, uygulamalarında ve kurumsal yapılarında önemli dönüşümler yaşanmıştır. Buradan hareketle, Posen (2004) bu dönemde merkez bankacılığını dört kuşakta incelenmesi gerektiğine vurgu yapmıştır. Bu kuşaklar ve ekonomik motifler şu şekilde sıralanabilir: Birinci kuşak, 1970-1979 stagflasyon; ikinci kuşak, 1979-1987 dezenflasyon; üçüncü kuşak, 1987-1999 finansal liberalizasyon ve dördüncü kuşak; 1999 sonrası küresel üretimdir. İlk üç kuşakta para politikasının amacı sırasıyla tam istihdamı sağlamak, enflasyonla mücadele ve finansal krizleri önlemek ve yaşanan krizlere çözüm üretmek olmuştur. Dördüncü kuşak merkez bankacılığında ise merkez bankalarının hesap verebilirliğine doğru bir kayma söz konusu olmuştur.

Merkez bankaları uyguladıkları politikalarla belirlediği çeşitli amaçlara ulaşmak hedefindedirler. Bu çerçevede para politikasının tarihsel süreçteki amaçları genel olarak fiyatlar genel seviyesinin, finansal piyasaların, faiz oranlarının, döviz piyasasının ve ödemeler dengesinin istikrarı, yüksek istihdam seviyesi, sürdürülebilir ekonomik büyüme vb. şeklinde sıralanabilir. Merkez bankacılığının ilk yıllarında, özellikle altın standardının geçerli olduğu dönemde, merkez bankalarının temel amacı paranın konvertibilitesini ve değerini korumaktı. Daha sonraki yıllarda özellikle XX. Yüzyılın başlarından itibaren ise, Keynesyen politikalar çerçevesinde yüksek istihdam seviyelerine ulaşmak ve ekonomik büyümeyi gerçekleştirebilmek merkez bankalarının öncelikli amacı olmuştur. Hükümetlerin bu amaçlara ulaşabilmek için merkez bankası kaynaklarına başvurması bu dönemin müdahaleci özelliğini de yansıtmaktadır. Sabit döviz kuru sisteminin yıkılması ve 1970'li yılların başında uygulanan Keynesyen politikalarla uyumlu para politikalarının enflasyonu ve durgunluğu önlemedeki başarısızlığı sonucu baskın duruma gelen Parasalcı görüş, dünya genelinde yaşanan enflasyon olgusu ile birlikte, merkez bankalarının temel amacının enflasyonla mücadeleye evrilmesi gerektiğini vurgulamıştır (TCMB, 2012: 4-7).

Modern merkez bankacılığında genel kabul, merkez bankalarının asli görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve diğer ekonomik hedeflere ancak bu yolla katkı yapabileceği yönündedir. Örneğin, Avrupa Merkez Bankası kanununda, bankanın öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak kabul edilmiş; yüksek istihdam seviyesi ve sürdürülebilir büyüme gibi genel ekonomik politika hedeflerine ulaşılmasına fiyat istikrarını tehlikeye sokmak kaydıyla katkı yapacağı belirtilmiştir (Maastricht Treaty, 1992: 14). Merkez bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve diğer makro ekonomik amaçlara ancak bu yolla katkı sağlayabileceği yönünde oluşan konsensüs, bu amaca hangi yollarla ulaşılabileceği sorununun gündeme getirmiştir. Nitekim fiyat istikrarının sağlanması hususunda farklı parasal rejimler ortaya çıkmış ve zaman içinde ekonomik konjonktüre göre uygulanmıştır. Enflasyonla mücadelede farklı parasal stratejilerin ortaya çıkmasının nedeni nominal çapa olarak adlandırılan farklı hedeflerin seçilmesidir (Akyazı, 2002: 74). Bu para politikası stratejileri şu şekilde sıralanabilir: parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi, zımnî fiyat istikrar çapası, parasal bağımlılık ve zayıf çapa (Stone ve Bhundia, 2004: 3). Ayrıca bunlardan başka nominal GSYİH'nın hedeflenmesi önerisi de teorik olarak ciddi biçimde tartışılmıştır (Yay, 2006: 5).

Bununla birlikte 1980'li yıllardan sonra gelişen finansal kurumların ve finansal araçların para ikamesini artırması para talebini istikrarsızlaştırmış, para stoku ile enflasyon arasındaki korelasyon zayıflamıştır. Yine aynı şekilde, globalleşen dünyada, sermaye piyasalarının entegrasyonunun giderek artması sonucu serbestleşen sermaye hareketleri, döviz kuru hedeflemesi uygulayan birçok ülkenin spekülâtif ataklara maruz kalmasına ve para politikalarının başarısızlığa uğramasına neden olmuştur. Bahsedilen bu stratejilerin değişen koşullara cevap verememesi sonucu enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamada en popüler para politikası stratejisi haline gelmiştir (Kara ve Orak, 2008: 4-5). Bugün gelinen noktaya itibariyle, dünya merkez bankalarının hemen hemen hepsi bağımsızlığına kavuşmuştur. Daha şeffaf ve daha çok hesap verebilir konumdadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin modern merkez bankacılığının değişen yüzünü temsil ettiği söylenebilir. Buna karşın merkez bankacılığının gelişimi ve dinamik yapısı dikkate alındığında enflasyon hedeflemesi para politikasının geldiği son nokta değildir. Bu gerçekten hareketle çalışmada takip eden başlıklarda öncelikle 2008 Küresel Krizi dönemi, öncesi ve sonrası merkez bankacılığında yaşanan dönüşümler üzerinde durulacak; daha sonra son dönemde sıkça tartışılan nominal GSYH hedeflemesi ve kalkınmacı merkez bankacılığı irdelenecektir.

2. KÜRESEL KRİZ ÖNCESİ MERKEZ BANKACILIĞI

1970'lerin sonuna doğru terkedilen Keynesyen büyüme modelinin yerini alan neo-liberal büyüme modelinde finansal ilişkiler merkezi bir yer işgal etmektedir. Finansallaşma süreci olarak adlandırılan bu dönemde, finansal piyasalar derinlik kazanmış; finansal araçların sayısında önemli artışlar görülmüş ve giderek bu süreç ekonomik aktörler arasındaki ilişkilerde başat bir rol oynamaya başlamıştır. Bu bağlamda ekonomideki tam istihdam hedefi temel bir amaç olmaktan çıkarak, sürecin merkezine istikrarlı ve makul enflasyon hedefi ko-

nulmuştur (Palley, 2016: 8). Bu nedenle tam istihdam, kalkınma ve gelir dağılımı gibi hedeflerin merkez bankalarının ajandalarından çıkararak fiyat istikrarının tek amaç haline gelmesi, finansallaşma sürecinden bağımsız olarak düşünülmemelidir. Çünkü, finansal varlıklardan elde edilen kazançların enflasyon karşısında erimemesi uluslararası sermayenin sorunsuz ve sınırsız hareketliliği için kritik bir önem taşımaktadır (Eroğlu, 2007: 8; Stiglitz, 2016: 316).

Para arzının kontrolünü amaçlayan para politikası rejiminden sonra, neo-liberal merkez bankacılığı paradigmasının temel kuralı olan fiyatlar genel düzeyindeki istikrarı amaçlayan, enflasyon hedeflemesi uygulamaya konulmuş ve popüler para politikası konumuna gelmiştir. Merkez bankaları bu amacını faiz oranlarını ayarlayarak gerçekleştirmeye çalışmaktadır. Politika faizi olarak adlandırılan bu araçla merkez bankaları çok kısa vadeli faiz oranını belirlemede; bu yolla da uzun dönemli faiz oranlarını ve varlık fiyatlarını etkilemektedir (Kaya ve Tokucu, 2014: 2). Uzunca bir dönem, merkez bankalarının üzerinde konsensüs sağladığı enflasyon hedeflemesi rejimi, son Küresel Krizle birlikte tartışmaya daha açık hale gelmiştir. Fiyatlar genel düzeyi artışının kontrol altına alındığı bir ekonomide, finansal kurumların bilanço bozukluklarını önlemeleri durumunda finansal istikrarın da gerçekleşeceği düşünülmüştür (Özatatay, 2013: 301). Ancak, fiyat istikrarında sağlanan başarının aynı zamanda finansal istikrarı da sağlayacağına dair bu yaygın kanı krizle birlikte ortadan kalkmıştır.

Dünya üzerindeki ortalama enflasyon oranı 1980-94 döneminde artma eğilimi gösterse de izleyen yıllarda ortalama, önemli ölçüde aşağı çekilmiştir. 1990-94 arası kapsayan dönemde ortalama enflasyon tüm dünyada %28.4 gibi yüksek bir seviyede iken, 2000-07 döneminde %3.9 gibi makul bir düzeye çekilmiştir. Küresel Krizin ilk emarelerin görüldüğü 2007 yılının hemen öncesinde tüm ülke gruplarında enflasyonun önemli bir şekilde dizginlendiği görülmektedir. Geçmişte şiddetli enflasyon sorunu yaşanan gelişmekte olan ülkelerde ortalama enflasyon %6.7 seviyesinde iken, krizin merkez üssü olan gelişmiş ülkelerde enflasyon oranı %2.1 düzeyinde gerçekleşmiştir (Tablo 1). Bu bağlamda Küresel Krizin fiyat istikrarının sağlanmasına rağmen patlak verdiği söylenebilir. Yani modern merkez bankacılığının teorik argümanı olan fiyat istikrarının finansal istikrarı da beraberinde getireceği tezi sağlanamamış ve Kriz görece istikrarlı fiyatların hakim olduğu bir konjonktürde ortaya çıkmıştır.

Tablo 1: Ülke Gruplarında Ortalama Enflasyon (%)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99	2000-07
Dünya	15.4	17.1	28.4	8.1	3.9
Gelişmiş Ü.	8.8	3.9	3.8	2.0	2.1
YP ve GOÜ	32.4	54.2	94.2	19.8	6.7
Türkiye	51.6	51	73.4	81	26.9

Kaynak: Özatatay, 2031: 301

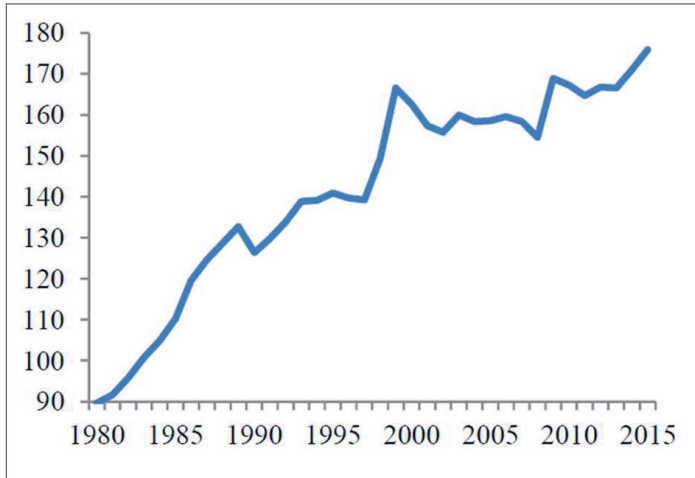
Tüm bu sürecin ardından merkez bankaları; temel ve ikincil amaçları olan fiyat istikrarı ve büyüme/istihdam hedeflerine finansal istikrar ve para/döviz piyasalarında düzenleyici tedbirler alınması amaçlarını da eklemişlerdir. Özellikle akademik iktisatçılar, bu denli

başarıyla uygulanan, ayrıca çok önemli teorik ve kuramsal katkıların yapıldığı enflasyon hedeflemesinin bir kenara atılmasından ziyade kapsamının genişletilerek sürdürülmesinin daha iyi olacağını belirtmiştir (Özaty, 2013: 413). Bu bağlamda, uzunca bir süre fiyat istikrarının sağlanması hususunda başarıyla uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin amaçları finansal istikrarı içerek şekilde genişletilmiştir.

Kredi genişlemesi, varlık fiyatları ve parasal toplamlar finansal istikrarsızlığın en temel göstergeleri olarak kabul edilmektedir (Tokucu ve Kaya, 2014: 3). Merkez bankalarının sistemin ihtiyacı olan likiditeyi sağlaması, ödeme sisteminin aksamadan sürdürülmesi ve para politikasının aktarım kanallarının açık tutulması gibi finansal istikrar kapsamında değerlendirilen bir takım görevleri bulunmaktadır. Bu nedenle merkez bankalarından beklenen güçlü bir denetim ve düzenleme mekanizmasıyla finansal istikrarı sağlamaya katkı sunmalarıdır (Abouch vd., 2012: 79-80).

Örneğin bir finansal istikrarsızlık göstergesi olan kredi genişlemesi, finansal sermaye birikiminin hakim paradigma haline dönüştüğü 1980'li yıllardan günümüze etkisini giderek hissettirmiş ve sistemdeki riskler de bununla beraber artmıştır. Şekil 1'de tüm dünyada finansal sektör tarafından sağlanan yurtiçi kredilerin dünya GSMH'na oranını göstermektedir. Finansallaşma sürecinin hızlandığı 1980 yılından günümüze kadar kredi artışında önemli bir yükseliş görülmektedir. 1980 yılında finansal sektör tarafından sağlanan toplam kredilerin GSMH'ya oranı %80'ler civarındayken, Küresel Kriz öncesi bu oran %160'a ve hız kesmeyerek 2015 yılında %170'e ulaşmıştır.

Şekil 1: Finansal Sektör Tarafından Sağlanan Yurtiçi Krediler (%GSMH)



Kaynak: The World Bank WDI, <http://databank.worldbank.org/>

Merkez bankalarının genişleyen yurtiçi kredilere ve varlık balonlarına karşı önlem alması finansal istikrarının önemli bir parçasıdır. Bu nedenle, küresel krizden sonra merkez bankaları finansal istikrarsızlığı ortadan kaldırmak için makro-İhtiyati tedbirleri yürürlüğe

koymuşlardır (Goodhart, 2011: 148). Makro-ihtiyati politikalar ilk olarak gelişmiş ülkelerde ve sonra da tüm dünya üzerinde merkez bankalarınca uygulanmaya başlanmıştır.

3. MERKEZ BANKACILIĞINDA BİR KIRILMA: 2008 KRİZİ VE SONRASI

Merkez bankası stratejilerinin ne olması gerektiği konusunda 2000'li yılların ortalarına kadar tüm dünyada önemli bir konsensüs sağlanmıştır. Fakat 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın çöküşüyle birlikte tüm dünyayı etkisi altına alan Küresel Kriz, temel varsayımlara dayanan merkez bankacılığı üzerindeki uzlaşının artık savunulamayacağını göstermiştir. Bu nedenle, üstlenilecek rolün tekrar gözden geçirilmesi ve yeniden tasarlanması noktasında kaçınılmaz bir gereklilik oluşmuştur (Mishkin, 2012: 1).

Küresel Kriz öncesi merkez bankalarının temel politika aracı, kısa dönemli faiz oranları olmuştur. Bu politika, faiz oranları üzerinden tüketim ve yatırım kararlarına doğrudan etki edip, ekonominin işleyişini kaçınılmaz olarak etkilemektedir (Peersman, 2014: 2). Bununla birlikte, Küresel Krizin para politikaları üzerindeki en ciddi sonucu politika faizine dayalı geleneksel politikaların etkili olamayacağı bir konjonktür yaratmış olmasıdır. Krizin tüm dünyada çok düşük düzeylerde seyreden enflasyon oranlarına rağmen patlak vermesi ve nominal faiz oranlarının çekilebileceği en düşük düzeyin sıfır olması, ekonomik aktiviteleri tetikleyecek olan reel faiz oranlarının yeterli seviyede aşağı çekilememesine neden olmuştur. Reel faiz oranlarının daha düşük seviyelere çekilemediği bu konjonktürde, küresel durgunluk aşılamamış ve ekonomiler likidite tuzağından kurtulamamıştır. Bu durum, merkez bankalarını para politikalarında değişikliğe giderek olumsuz tabloyu düzeltebilecek araçlar kullanmaya mecbur etmiştir. Bu doğrultuda hayata geçirilen politikalar, kredi ve miktarsal genişlemeler, döviz ve menkul kıymet piyasalarına müdahale ve bir takım kurumsal değişimler olarak özetlenebilir (Kaya ve Tokucu, 2014: 5).

Mishkin (2012), Küresel Krizden sonra para politikaları kapsamında yapılan değişiklikleri birkaç başlık altında toplamaktadır. Bunlar, para politikası ve finansal istikrar arasındaki etkileşim, geleneksel olmayan politika araçları, risk yönetimi/mali baskınlık ve para politikası etkileşimidir. Bunlardan ilki olan para politikası ve finansal istikrar arasındaki ilişki kritik bir önemdedir. Kriz öncesine kadar genellikle bu amacın bir dikatomi yarattığı yönünde bir düşünce hakimdir. Geleneksel yaklaşımda, merkez bankalarının amaç fonksiyonlarında fiyat istikrarını temsil eden hedeflenen ve beklenen enflasyon oranlarının farkı ve çıktı açığını yansıtan potansiyel ve fiili üretim arasındaki fark kıstas alınmakta, finansal istikrar bir parametre olarak bu fonksiyonda yer almamaktadır (Özataş, 2013). Fakat aşırı kredi genişlemesi sonucu varlıklara olan talebin artışı ve varlık fiyatlarının hızla artmasının sistem için çok büyük bir tehlike olduğu görülmüştür. Düşük faiz oranları ve varlık fiyatlarındaki artışlar bu döngünün şiddetlenmesine ve varlık balonlarının daha da büyümesine neden olmuştur. Çünkü varlık fiyatlarındaki yükseliş ve düşük faiz oranları finansal kurumların kredi verme konusunda daha az seçici davranmalarına neden olmaktadır. Dolayısıyla, kredilerin geri ödenip ödenemeyeceğine dair duyulan kaygıların minimum düzeyde olduğu bir ortamda risklerin birikmesi kaçınılmaz olmaktadır. Kredi-varlık balonunun patlamasıyla birlikte, bu geri besleme süreci tersine döner, krediler geri ödenemez, varlık fiyatları hızla düşer, bunun sonucu olarak finansal ku-

rumların bilançoları bozulur. Bilanço bozukluklarını takiben kredi arzı bıçak sırtı gibi kesilir. Varlıklara olan talebin bu nedenle düşmesi fiyatları daha da aşağıya çekerken, tüketim ve yatırım harcamaları azalır ve makroekonomik istikrarsızlık baş gösterir. Bu döngü ekonomileri uzun süre olumsuz etkileyebilecek finansal krizlere ve durgunluğa zemin hazırlar.

Sistemde böyle bir panik başladığı zaman finansal kurumlar gerek birbirlerine gerekse de hanehalkı ve iş dünyasına ödünç vermeyi azaltır. Finansal piyasalardaki oyuncular varlıklarının üzerine yatar ve borç vermekten kaçınır. Bu durumda sistemde ciddi bir likidite sıkıntısı yaşanır. Merkez bankaları bu durumda nakit sıkıntısı çeken finansal kurumlara likidite desteği sağlar. Bu sayede finansal kurumların merkez bankasından aldığı borç likiditeyle nakit durumları güçlenmiş olur. Küresel Kriz sonrası merkez bankalarının son başvurma merci olma görevlerini yerine getirmeleri sistemin önündeki tıkanıklığın azalmasını sağlamıştır. Bu şekilde hem finansal sistem fonlanmış ve panik azaltılmış hem de kredi piyasası çalışır vaziyette tutulmuştur (Özatay, 2013: 302-304).

Kriz sonrası gösterilen en önemli reflekslerden biri olan ve finansal sisteme mikro-ihtiyati tedbirlerin aksine bir bütün olarak bakan makro-ihtiyati politika araçlarının, sistemik riski bildiğince azaltması doğrultusunda kullanılmasıdır. Reel sektör ve finansal sektör arasındaki karşılıklı geri besleme süreci ekonomiler için önemli bir tehlike oluşturmaktadır. Şöyle ki, reel sektördeki bir genişleme benzer şekilde finansal sektörde de dinamik bir etki yaratmakta ve bu etki daha sonra tekrar reel sektör üzerinde etkili olmaktadır. Minsky (1992)'nin "finansal istikrarsızlık hipotezi" olarak adlandırdığı bu döngü risk alma iştahını artırarak aynı yönlü ve birbirini besleyen döngüler yaratmakta ve ekonomilerin istikrarı üzerinde büyük bir tehdit oluşturmaktadır. Yani potansiyel seviyesinin üzerinde büyüyen bir ekonominin daha yüksek bir oranda büyümesine ya da potansiyelinin altında kalan bir büyüme oranının aynı şekilde bu potansiyelin daha da altında kalmasına neden olan GSYH döngüleri yaratmaktadır. Buradan hareketle makro-ihtiyati politikalar ekonominin ısındığı genişleme dönemlerinde kaldıraç oranını düşürüp yani bankaların öz kaynaklarına oranla daha az kredi açmalarını ya da tersi bir durum olarak ekonominin yavaşladığı dönemlerde de kaldıraç oranını yükselterek bu tür döngüleri azaltmayı amaçlamaktadır (Özatay, 2013: 307). Bunun yanı sıra, makro-ihtiyati politikalar vade sürelerini uzatan ve ikincil piyasalardaki likiditeyi sağlayabilmek için kredi piyasalarına müdahaleyi ve finansman gerekliliklerini yerine getirmek amacıyla repo işlemleri aracılığıyla bankalara likidite sağlamayı da kapsamaktadır (Yellen, 2011: 8).

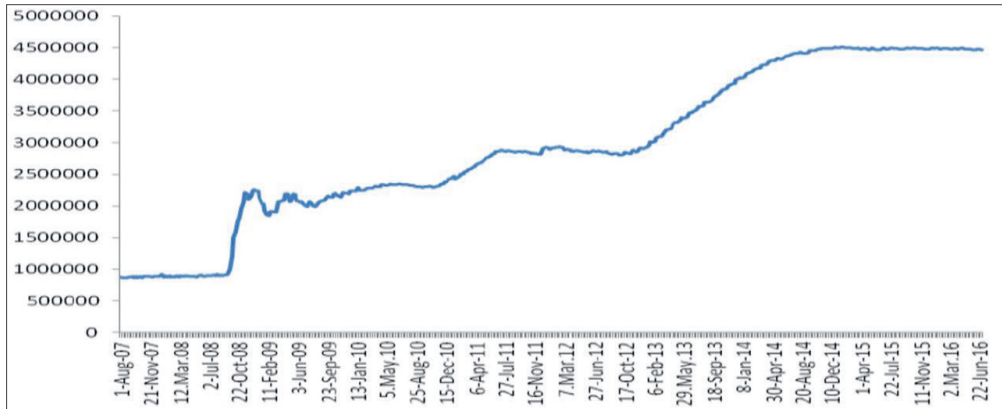
Makro-ihtiyati politikalar, kredi genişlemesi ve varlık fiyatları arasındaki bu pozitif korelasyonu önlemesi bakımından önemli bir işlev görmektedir. Bu bağlamda, bankalara kredi tavanı uygulaması, kaldıraç oranlarına sınırlamalar konması ve kredi kullanacak bireylere ahlaki tehlikeye düşmemek amacıyla çeşitli kurallar ve kısıtlamalar getirilmesi bu döngünün kırılması ve finansal istikrarın sağlanabilmesi hususunda para politikası uygulayıcılarının elini kuvvetlendirmiştir.

Makro-ihtiyati politikalar üzerinde sağlanan uzlaşya ve bu politikaların uygulamaya konulduğu dönemden itibaren elde ettiği başarıya rağmen koordinasyonun nasıl sağlanacağı ve nasıl bir kurumsal yapı üzerine oturacağı halen tartışmalıdır. Bu tartışmada dört kurumsal

düzenlemenin üzerinde durulmaktadır. Bunlardan ilki bu politikaların birkaç kurumun ortak sorumluluğuna verilmesidir. İkincisi, makro-ihiyati politikaların tamamen farklı bir kurum tarafından yürütülmesidir. Üçüncüsü, makro-ihiyati politikaların merkez bankalarının sorumluluğuna verilip mikro-ihiyati politikaların farklı bir kuruma devredilmesidir. Sonuncusu ise, tüm bu politikaların merkez bankaları altında toplanması ve yürütülmesidir. Politikanın uygulanmaya başladığı dönemden bu yana gözlemlenen olgu, merkez bankalarının sahip olduğu bilgi birikimi/tecrübe ve istatistiki bilgilere hızlı ulaşımı makro-ihiyati politikaların merkez bankaları sorumluluğunda yürütülmesinin daha iyi olacağı yönündedir (Uluslararası Ödemeler Bankası[BIS], 2011: 14-15; Kaya ve Tokucu, 2014: 4-10).

Geleneksel olmayan politikaların diğer önemli ayağı, miktarsal genişleme politikalarıdır. Miktarsal genişlemelerle merkez bankaları, nominal faiz oranlarının sıfır düzeyine inmesi durumunda dahi ekonomiyi canlandırabilmektedir. Bu sayede, finansal kuruluşlar ve bankalardan varlık alınarak bilanço ve parasal taban genişletilebilmektedir (Kaya ve Tokucu, 2014: 6). Ekonomik durgunluktan kurtulmak için miktarsal politikaları uygulayan ilk ülke Japonya olmuştur. 1990'lerde varlıklarda oluşan balonun patlamasının ardından gelen düşük büyüme ile birlikte Japonya Merkez Bankası miktarsal genişlemeye gidip bilançosunun kompozisyonunu ve büyüklüğünü değiştirmiştir. Önemli miktarlarda menkul kıymet alarak, piyasaya likidite sağlanmış ve varlık fiyatlarının yukarı çekilmesi hedeflenmiştir (Shirakawa, 2013: 373). Küresel krizle birlikte Japonya'nın öncülüğünü yaptığı parasal genişleme politikası başta FED (Federal Rezerv Sistemi) olmak üzere diğer bazı merkez bankaları tarafından da uygulanmıştır. Örneğin FED, krizin patlak vermesiyle birlikte önemli düzeylerde miktarsal genişleme politikası izlemiştir. Şekil 2'den de görüleceği üzere krizin hemen sonrasında, bankanın varlık toplamı artan bir seyir izlemiş ve ilerleyen dönemlerde de bu artış eğilimi devam etmiştir. Farklı türlerdeki menkul kıymetleri alarak piyasaya önemli ölçüde likidite pompalanmış ve finansal sistemin likit kalması sağlanmıştır. Kasım 2008'den itibaren uygulanmaya başlanan ve üç aşamalı şekilde uygulanan bu politikalar sonucu bilanço büyüklüğü kısa sürede ikiye katlanmış ve krizden bu yana dört katı aşkın büyümüştür.

Şekil 2: FED'in Bilanço Büyüklüğündeki Değişimler (01.08.07-22.06.2016)



Kaynak: FED, https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

Kriz sonrası uygulanan geleneksel olmayan araçlardan diğçerleri ise faiz taahhüdü ve faiz koridoru uygulaması olmuştur. Faiz koridoru sistemi, enflasyon hedeflemesi rejimi altında, fiyat ve finansal istikrarın eşanlı sağlanmasını amaçlamaktadır. Finansal kriz sonrası, fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti edememesinin anlaşılması ve bu iki amacın eş zamanlı gerçekleştirilmesi gerekliliğı, faiz koridoru sisteminin merkez bankalarınca yaygın bir şekilde kullanımını sağlamıştır. Bu bağlamda Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve Norveç Merkez Bankaları faiz koridorunu uygulayan öncü ülkeler olmuştur (Yücememiş vd., 2015: 453).

Merkez bankalarının temel politika aracı politika faizidir. Bu faiz oranı aynı zamanda merkez bankalarının makroekonomik değışimler karşısındaki alacağı pozisyonu yansıtmaktadır. Eğer ekonomide enflasyonist bir baskı oluşuyorsa politika faizi yükseltilir ve fiyatlar genel seviyesinin yukarı tırmanışı engellenmeye çalışılır. Ters durumda, yani durgunluk konjonktüründe, politika faizi aşağı çekilerek ekonomik aktivitelerin canlanması amaçlanır. Faiz koridorun üst sınırı, merkez bankalarının likidite ihtiyacı olan bankalara kısa vadeli borç verirken uyguladığı faiz oranını göstermektedir. Alt sınır ise likidite fazlası olan bankaların bu fazla likiditeyi merkez bankalarına mevduat olarak yatırmaları durumunda uygulanan faiz oranını yansıtmaktadır. Bu iki sınır arasındaki faiz oranı ise merkez bankalarının politika faiz oranıdır. Koridor sistemi faiz oranının bu sınırlar içinde kalmasını garanti etmekte ve piyasa faizinin belirgin bir biçimde politika faizinden sapsmasını önlemektedir.

Farklı ülkelerdeki merkez bankacılığı uygulamalarına bakılırsa, ülkelerin koridorun alt ve üst sınırları arasında farklılaşan oranlar kullanıldığı görölmektedir. Bu sınırlar içindeki aralık, kredi ve mevduat faiz farkının bir göstergesi olarak düşünölebilir. Bu bağlamda, merkez bankaları sınırlardan birini fiyat istikrarı diğçerini ise finansal istikrar için kullanabilir. Ekonominin durgunluk dönemlerinde, finansal kurumlar varlıkların üzerine yatarak, kredi arzını arttırmaya sıcak bakmazlar. Bu durum koridor arasındaki makası genişletir. Canlanma dönemlerinde ise kredi arzının artması ile birlikte makas daralmaktadır. Bu sistem sayesinde hem fiyat istikrarı sağlanırken hem de finansal kurumların likidite gereksinimleri karşlanır ve rezerv miktarında öngörölemeyen dalgalanmalar engellenir (Bernanke vd., 1996: 14; Kaya ve Tokucu, 2014: 9; Yücememiş vd., 2015: 453).

Küresel kriz sonrası gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye faiz koridoru uygulamasını uluslararası sermaye hareketlerinin yarattığı etkileri azaltabilmek amacıyla kullanmıştır. Bilindiğı üzere uluslararası sermaye akımları tüm dünya üzerinde oldukça hızlı hareket edebilme kabiliyetine sahip olup, ulusal ekonomilerin döviz kuru, cari işlemler dengesi ve kredi genişlemesi gibi makroekonomik göstergeleri üzerinde etkili olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere hızlı bir sermaye akışı, yerli paranın değçer kazanmasına neden olur, hızlı bir kredi genişlemesi yaratır ve ithalatı artırıp ihracatı azaltarak cari işlemler dengesini olumsuz etkiler. Ayrıca, sermayenin ani kaçışı kuru yükselterek enflasyonu hızlandırabilir. Bu tür etkileri azaltmak ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla merkez bankaları faiz koridorunun alt ve/veya üst sınırlarını değışirmektedir. Sermaye hareketlerinin yoğun

olduğu bir dönemde kur düşer, kredi genişlemesi artar. Bu nedenle koridorun alt sınırı genişletilerek faiz oranı düşürülür ve bu dalgalanmalar azaltılmaya çalışılır. Bu şekilde merkez bankaları fiyat istikrarını da göz önünde bulundurarak finansal istikrarı sağlamayı amaçlar (Özatay, 2013: 464).

Para politikası araçları ile uygulamaya konulan politikaların fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisi parasal aktarım mekanizması aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Merkez bankalarının aldıkları politika faiz kararları; beklentiler, faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru aracılığı ile firma ve tüketicilerin harcama, yatırım ve tasarruf gibi iktisadi kararlarını yönlendirerek, tüm ekonomik faaliyetleri ve mikro ölçekte de enflasyonu etkilemektedir (TCMB, 2011: 5). Bu bağlamda, iktisadi konjonktürdeki istikrarsızlık kısa vadeli faiz oranlarının ileride nasıl bir seyir izleyeceğini belirsizleştirecektir. İktisadi kararlar üzerinde büyük bir önem taşıyan faiz oranları üzerindeki belirsizlik, harcamalar üzerinde bir muğlaklık yaratacaktır. Bu nedenle, merkez bankalarının iletişim politikalarını kullanarak, kısa vadeli faiz oranları ve finansal varlıkların satın alımı gibi konularda kamuoyunu bilgilendirme si ve taahhütlerde bulunması, iktisadi ajanların alacağı kararlar üzerindeki belirsizlikleri azaltmaktadır. Firmaların ve hanehalklarının tüketim ve yatırım kararları uzun vadeli faiz oranlarına bağlıdır. Bu nedenle, kısa vadeli faiz oranlarının izleyeceği yol uzun vadeli faiz oranlarını belirleyerek, tüketim ve yatırım harcamaları üzerinde etkili olmaktadır (Cecioni vd., 2011: 19).

Nominal faiz oranının sıfır düzeyine indiği ve para politikasının etkisinin azaldığı durumlarda, fiyatlar genel düzeyine ilişkin yapılan açıklamalar iletişim politikası kapsamında değerlendirilebilir. Kabaca nominal faiz oranı ve enflasyon beklentileri arasındaki fark reel faiz oranına eşittir. Bu bağlamda, merkez bankaları iletişim politikasını kullanıp piyasalara ve aktörlere gelecekte fiyatların yükseleceği sinyalini verebilir. İktisadi aktörler gelecekte fiyatların artacağı beklentisiyle cari dönem harcamalarını artırır. Bu durum, hem ekonomik aktivitelerde bir canlanma yaratırken hem de beklenen enflasyonda artışı sağlayarak reel faiz oranının düşmesini sağlar. Bu kanalın işlemesi sonucu, geleceğe yönelik belirsizlikler olabildiğince azaltılarak, tüketim ve yatırım harcamalarının artması sağlanır.

Nitekim enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı zamandan bu yana iletişim politikaları aracılığıyla beklentilerin yönetilmesi önemli bir para politikası aracı haline dönüşmüştür. Geleneksel olmayan para politikası aracı olarak tanımlanan bu politika, bazı merkez bankalarınca geleneksel bir araç olarak kullanılmaktadır. Yeni Zelanda Merkez Bankası, Norveç Merkez Bankası ve İsveç Merkez Bankaları bu politikayı geleneksel bir politika aracı olarak uzun zamandır kullanmaktadır (Cecioni vd., 2011: 16). Küresel krizle birlikte FED'in iletişim politikasını başarılı bir şekilde kullandığı görülmüştür. FED kısa vadeli faizlerin gelecekte nasıl bir seyir izleyeceğini ve ekonomideki gidişata göre nasıl evrileceği hakkında kamuoyunu ayrıntılı bir şekilde bilgilendirmiştir. Faiz oranının seyrine yönelik bu açıklamalar, kredi faizlerinin düşmesini sağlayarak ekonomik aktivitelerin canlanmasını sağlamıştır (Kaya ve Tokucu, 2014: 8).

4. ENFLASYON HEDEFLEMESİNE KARŞI NOMİNAL GSYH HEDEFLEMESİ

1990 yılında Yeni Zelanda’da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesinin bu denli kabul görmesi ve neredeyse tüm dünya üzerinde uygulanmasının birkaç nedeni vardır. İlk neden, enflasyon hedeflemesinden önce uygulanan döviz kuruna dayalı rejimlerin başarısız olmasıdır. Bunun yanı sıra, bu dönemde gerçekleşen spekülasyon saldırılarının neden olduğu para krizleri enflasyon hedeflemesi rejimini popüler hale getirmiştir. Bu şekilde yeni bir parasal stratejiyle para politikasına yeni bir başlangıç yaparak, enflasyon hedeflemesinin temel taşlarını oluşturan şeffaflık, hesap verme ve iletişim politikalarıyla para politikalarına olan güvenin tekrar tesis edilmesi amaçlanmıştır (Frankel, 2012).

Ancak Küresel Kriz sonrası, enflasyon hedeflemesi rejimi sorgulanmaya başlanmış ve para politikasında yeni arayışlara girilmiştir. Bu konuda ki tartışma ise, para politikası stratejileri arasında enflasyon hedeflemesinin hala en optimal para politikası rejimi olup olmadığı ve diğer önemli makroekonomik amaçların aynı potada eritileceği yeni alternatiflerin ne olabileceği üzerinde şekillenmektedir. Eleştirilerin odak noktası, enflasyon hedeflemesi rejiminin fiyat istikrarına çok fazla odaklanması ve diğer kritik parametreler üzerinde arzulanan başarıların sağlanamaması yönündedir. Bu bağlamda, fiyat istikrarının yanı sıra, diğer ekonomik amaçlarında kapsanacağı bir para politikası rejiminin gerekliliği yönünde söylemler gündeme gelmiştir.

Dolayısıyla, Küresel Krizle birlikte merkez bankalarının sadece enflasyonu hedefleyen değil aynı zamanda büyüme, istihdam gibi diğer önemli makroekonomik hedeflerinde sağlanabilmesinde daha etkin olması gerektiğini savunan ve büyüyen bir akademik literatürün oluştuğunu söylemek mümkündür (Mangır ve Ertem, 2016: 177). Nitekim Harvard Üniversitesi İktisat profesörlerinden Jeffrey Frankel enflasyon hedeflemesi rejimi yerine nominal GSYH hedeflemesini alternatif bir para politikası olarak önermektedir. Nominal GSYH hedeflemesi taraftarlarının enflasyon hedeflemesi stratejisine yönelttikleri en önemli eleştiri ise küresel kriz sonrasında düşük seyreden büyüme ve yüksek işsizliğe çözüm getirememesi olmuştur.

Tablo 2: Ülke Gruplarında Ortalama Büyüme Oranları

	1998-2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dünya	4,2	3,0	-0,1	5,4	4,2	3,5	3,3	3,4	3,1
GÜ	2,8	0,2	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,2	1,8	1,9
ABD	3	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,4
Euro Bölgesi	2,4	0,5	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,6
Japonya	1,0	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,4	0	0,5
GOÜ	5,8	5,8	3	7,4	6,3	5,3	4,9	4,6	4,0

Kaynak: IMF, Word Economic Outlook, April 2016

Tablo 2’den görüleceği üzere krizin merkez üssü olan ABD’de 2008 ve 2009 yılında ekonomi küçülmüştür. Takip eden yıllarda ise, büyüme rakamları düşük seviyelerde dalgalanmakta olup, güçlü bir büyüme sağlanamamıştır. Benzer bir durum, krizden fazlaca etkile-

nen diğer gelişmiş ülkeler içinde geçerlidir. 2009 yılında negatif olan büyüme rakamı, takip eden yıllarda da durgunluk seviyesinden kurtulamamıştır. Bu bağlamda, Küresel Krizden gelişmekte olan ülkelerin daha az kayıpla çıktığı ve bir bütün olarak dünyanın büyüme oranına önemli ölçüde katkı yaptığı söylenebilir.

Nominal GSYH hedeflemesi taraftarların en önemli eleştirilerinden bir diğeri enflasyon hedeflemesi rejiminin kriz sonrasında oluşan yüksek işsizlik oranlarını önleyememesi üzerinedir. Tablo 3’de Almanya ve Japonya dışındaki tüm seçilmiş ülkelerde işsizlik rakamlarının çok yüksek seviyede olduğu görülmektedir. ABD’de %5’in altında olan işsizlik, krizle birlikte %10’lar seviyesine ulaşmıştır. FED’in uzun zamandır sürdürdüğü çok düşük faiz politikası yıldan yıla işsizliği azaltmaya yardımcı olmakla birlikte, işsizlik oranları hala yüksek bir düzeydedir. Bir bütün olarak Euro bölgesinde işsizlik rakamları kriz sonrası yükselişe geçmiş ve takip eden yıllarda da yükselmiştir. Küresel krizden en çok etkilenen ülkelerin başında gelen İspanya’daki işsizlik oranı çok yüksek bir seviyeye çıkmıştır. Küresel Kriz öncesi %10 seviyesinin altında olan işsizlik oranı kriz sonrası giderek artarak %26 seviyesine ulaşmıştır. Yani, ülkedeki emek gücünün 1/4’ü üretimden kopmuştur. Genel bir değerlendirme yapıldığında, 2008 krizinden sonra sürdürülebilir yüksek büyüme ve istihdam döneminin bittiği, toparlanmanın hala sağlanamadığı söylenebilir.

Tablo 3: Toplam Emek Gücünün Yüzdesi Olarak İşsizlik Oranları

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ABD	4,62	4,62	5,78	9,27	9,62	8,95	8,07	7,38	6,17
Japonya	4,14	3,84	3,99	5,07	5,05	4,58	4,35	4,03	3,59
İngiltere	5,35	5,26	5,61	7,54	7,79	8,04	7,89	7,53	6,11
Almanya	10,25	8,66	7,53	7,74	6,97	5,83	5,38	5,23	4,98
Fransa	8,45	7,66	7,06	8,74	8,87	8,81	9,39	9,89	10,29
İspanya	8,45	8,23	11,24	17,86	19,86	21,39	24,79	26,09	24,44
İtalya	6,78	6,08	6,72	7,79	8,36	8,35	10,65	12,15	12,68
İrlanda	4,41	4,67	6,40	12,01	13,85	14,62	14,67	13,05	11,26
Euro Bölgesi	8,25	7,38	7,44	9,48	10,06	10,12	11,29	11,93	11,60

Kaynak: OECD.Stat, <http://stats.oecd.org/>

Bu noktada, enflasyon hedeflemesine alternatif olarak nominal GSYH hedeflemesinin ön plana çıkmasında iki husus önem taşımaktadır. İlki, kriz öncesi görece iyi seyreden büyüme ve istihdam rakamlarının hala istenilen seviyede olmamasıdır. Bu durum politika yapıcılar için ciddi bir sorun teşkil etmektedir. Diğer ise, başta FED olmak üzere merkez bankalarının politika faizlerini çok düşük seviyelerde tutmaları sonucu oluşan gevşek para politikası koşullarına rağmen büyüme trendinin sağlanamamasıdır (Hassan ve Loewald, 2013: 3). Bu bağlamda, nominal GSYH hedeflemesi, ekonomilerin likidite tuzağına düştüğü ve dolayısıyla genişleme dinamiği yakalayamadığı bir konjonktürde çözüm yolu olarak ortaya atılmıştır.

Bununla birlikte, son yıllarda akademik çevrede sıkça tartışılan ve giderek popüler hale gelen nominal GSYH hedeflemesi yeni bir para politikası rejimi değildir. 1980'li yıllarda parasal hedeflerin başarılı olabilmesi için önerilmiş ve uygulamaya konulmuştur. Bu hedefleme parasal bir hedef olmanın yanı sıra fiyat seviyesini de hedefleyen bir uygulamadır. İlk kez Meade (1978) tarafından önerilmiş, parasal disiplinin sağlanması için güvenilirlik ve düşük enflasyon düzeyi temel önermeleri olmuştur (Frankel, 2012).

Nominal GSYH hedeflemesinde, potansiyel büyüme oranı ve fiyat istikrarı için ulaşılmaması gereken enflasyon düzeyi bilinmektedir. Bu iki iktisadi büyüklük aracılığıyla uzun dönem nominal GSYH büyüme oranı belirlenebilir. Bu doğrultuda, gelecek dönemler için daha yüksek bir nominal GSYH hedefi saptanabilir. Nominal GSYH düzeyi belirlendikten sonra merkez bankaları genişletici para politikası aracılığıyla bu hedefi tutturmaya çalışır. Para politikasının gevşemesi bir yandan fiyatlar genel düzeyini yükseltirken diğer yandan da bu sürece bağlı olarak reel faiz oranının düşmesini sağlayacaktır. Kredi piyasasının daha aktif çalışmasıyla da tüketim ve yatırım harcamaları artacak, istihdam yükselecek ve ekonomik büyüme sağlanabilecektir (Özatay, 2013: 414).

Alternatif para politikasının gerekliliğini öne sürenlerin enflasyon hedeflemesi ile ilgili bir başka eleştirisi, enflasyon hedeflemesi rejiminin arz şokları ve dış ticaret şokları karşısında yetersiz olduğu yönündedir. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, bir talep şoku yaşandığında, merkez bankaları bu duruma faiz oranını değiştirerek reaksiyon gösterilebilir. Fakat ekonomi bir arz şokuna maruz kaldığında faiz tepkisi etkili olmayabilir. Arz şokunun ardından oluşan enflasyonist konjonktür karşısında faiz oranlarının yükseltilmesi enflasyonu dizginlemeyeceği gibi, ekonomide ikinci bir arz şoku yaratarak ekonominin küçülmesine neden olabilir. Bu nedenle enflasyonun kaynağı ve enflasyona neden olan unsurlar açık bir şekilde tespit edilmelidir. Çıktı açığı ve enflasyon beklentilerinin yanı sıra, döviz kurları, dış ticaret hadleri ve uluslararası sermaye hareketleri dikkate alınması gereken diğer parametrelerdir (Frankel, 2012; Hetzel, 2015: 5-6). Sadece ilk iki değişken baz alındığında, alınan faiz kararları arzulanan etkiyi yaratmayacaktır (Stiglitz, 2008: 1-2).

Nominal GSYH hedeflemesi genel olarak gelişmiş ülkeler özelinde tartışılmasına rağmen, gelişmekte olan ülkeler tarafından da uygulanabilecek bir para politikası rejimidir. Aslında, gelişmekte olan ülkeler, sık sık büyük arz şokları ve dış ticaret şokları yaşamaktadır. Gıda ve petrol gibi ara malların fiyatlarında meydana gelen artışların etkileri bu tür ülkelerde daha fazla hissedilmektedir. Bu nedenle nominal GSYH hedeflemesi gelişmekte olan ülkeler için daha uygun bir para politikası olabilir. Öngörülemeyen şoklar karşısında, ilan edilen enflasyon hedefinden sapmalar para politikasına duyulan güveni azaltır ve enflasyonist beklentileri arttırır. Böyle bir durum karşısında, nominal GSYH hedeflemesi arz şokunun olumsuz etkilerini otomatik olarak enflasyon ve reel gelir üzerinde bölerek bu etkiyi yumuşatır. Bu bağlamda, nominal GSYH hedeflemesinin bu tür şoklar karşısında daha işlevsel olduğu söylenebilir (Frankel, 2014: 1-2).

5. FARKLI BİR PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMI: KALKINMACI MERKEZ BANKASI

Her kriz ortamı iktisadi, siyasi ve sosyal yapıda mevcut olanın tartışılmasına ve yeni konjonktüre uygun alternatif paradigmanın ön plana çıkmasını sağlar. 2008 Küresel Krizi sonrası, sınırları ana akım iktisat paradigması tarafından çizilen neo-liberal merkez bankacılığı anlayışı açık bir şekilde sorgulanmaya başlanmıştır¹. Krizden kısa bir süre sonra IMF ve BIS gibi uluslararası kurumlar, neo-liberal merkez bankacılığı ve enflasyon hedeflemesi konusunda özeleştiri sayılabilecek açıklamalar yapmışlardır (Epstein, 2013: 274). Küresel Kriz öncesi ana akım iktisatçılar arasında para politikası hakkında önemli bir uzlaşma sağlanmış ve enflasyon hedefinin politika faizi kanalıyla çözümlenmeye çalışılması birçok iktisatçı ve politika yapıcı tarafından yeterli görülmüştür. Fakat, krizle birlikte bu dar çerçevenin yeterli olmadığı, daha kapsamlı hedefler ve bu hedeflerin başarılmasında çeşitli araçların kullanılması noktasında bir farkındalık oluşmuştur (Blanchard, 2011: 1).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri ve merkez bankaları, maliye ve para politikası oluştururken oldukça kapsamlı ve yenilikçi adımlar atmıştır. Kalkıncı merkez bankacılığı olarak adlandırılan, ekonomik büyümeyi, istihdamı, yatırımı, finansal istikrarı ve yapısal dönüşümü eş anlı önemseyen yeni bir anlayış ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda kalkıncı merkez bankacılığı, neo-liberal paradigmanın dışında kalan heterodoks bir anlayışa sahiptir (Ünay, 2015: 2).

Heterodoks anlayışa sahip kalkıncı merkez bankacılığı, neo-liberal merkez bankacılığının üç temel üzerinden tanımlanmaktadır. Bunlardan ilki, merkez bankalarının siyasi baskılardan arındırılması amacıyla ortaya atılan merkez bankası bağımsızlığıdır. Diğerleri, enflasyona çok fazla odaklanılması ve diğer iktisadi amaçların dışarıda tutulması yönündedir. Son olarak, bu kavramsal çerçeve içinde, kredi tahsisi gibi doğrudan araçlar yerine kısa vadeli faiz oranları gibi dolaylı araçların kullanımınıdır. Buradan hareketle, merkez bankalarının çok dar bir çerçeve içinde kaldığı, iktisadi atmosferin ve gerekliliklerin doğru yorumlanmadığı belirtilmektedir (Epstein, 2013: 276; Ünay, 2015: 2-3). Küresel Kriz öncesi, kredi hacminin olağanüstü genişlemesi ve oluşan varlık balonları, krizi hazırlayan en önemli etmenler olarak görülmektedir. Bu bağlamda, yatırımlar ve istihdam gibi reel ekonomik faaliyetleri bir kenara atan, kredi genişlemesini kısıtlamayı, konut balonlarının oluşmasına müsaade eden merkez bankacılığındaki bu neo-liberal yaklaşım, krizin en önemli sorumlusu olarak görülmektedir. Chang ve Grabel (2005)'e göre, neo-liberal bağımsız merkez bankalarının baskın olduğu tarihsel süreçte, aşırı kredi genişlemesi, gayrimenkul fiyatlarında enflasyon ve finansal krizler daha sık yaşanmıştır.

Merkez bankacılığının tarihsel gelişimine bakıldığında, merkez bankalarının kalkıncı amaçları ön plana çıkartıp ülkelerin sosyal ve iktisadi gelişimine önemli katkılar yaptığı görülmektedir. Hükümetlerle işbirliği içinde olan merkez bankaları, bu dönemlerde negatif reel faiz

¹ Ana akım merkez bankacılığını tanımlayan üç faktör vardır. Bunlardan ilki, merkez bankası bağımsızlığının güçlü bir şekilde sağlanarak, siyasi ve parasal otoritenin birbirinden ayrılmasıdır. İkinci unsur, temel amacın fiyat istikrarı olmasıdır. Son unsur, dolaylı bir araç olan faiz oranlarının, para politikası araçlarının merkezinde yer almasıdır (Epstein, 2013: 276; Ünay, 2015: 2-3). Bu nedenle enflasyon hedeflemesi stratejisi; ana akım, neo-liberal bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir.

oranını düşük seviyelerde tutup ülkelerin yeniden yapılanma ve sanayileşme politikalarında kilit bir rol oynamıştır. Bu bağlamda, ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyi veri alındığında kalkınmacı merkez bankacılığı daha da anlam kazanmaktadır. Doğu Asya'da önemli mucizeler yaratan Güney Kore, Çin ve Tayvan gibi ülkelerle birlikte Latin Amerika'da Brezilya ve Arjantin kalkınmacı yöntemler kullanarak önemli aşamalar kat etmiştir (Epstein, 2013: 275-277).

Günümüzde ise enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen neo-liberal yaklaşımdan farklı olarak kalkınmacı hedefleri önceleyen merkez bankaları mevcuttur. Bu bağlamda, Arjantin en kararlı adımları atan ülke olarak dikkat çekmektedir. 2012 yılının Mart ayında Arjantin Hükümeti tarafından onaylanan yeni bir yasayla, Arjantin Merkez Bankasının görev tanımı revize edilmiş ve yeni amaçlar tanımlanmıştır. Geleneksel merkez bankacılığı çizgisinden uzak bir şekilde hazırlanan yeni yasa ile merkez bankası amaçları arasına finansal istikrar, parasal istikrar, ekonomik büyüme, sosyal adalet ve istihdam gibi maddeler eklenmiştir (Ünay, 2015: 5). Bu yasa, Arjantin Merkez Bankasının hükümete parasal tabanın %12'sini aşmayacak düzeyde kredi sağlamasına izin vermektedir. Yine, ulusal hükümetin dış borçlarını ödeyebilmesi amacıyla uluslararası rezervlerin bir kısmı hükümetin kullanımına tahsis edilmiştir. Ayrıca, bu yasayla yurtiçi banka ve finansal kuruluşlara verimliliği ve katma değeri yüksek yatırımlara uzun vadeli kredi sağlaması için fon aktarımı kolaylaştırılmıştır. Arjantin, bu proaktif politikalarla enflasyon hedeflemesinin büyüme ve istihdam üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri azaltmaya çalışmaktadır. Birkaç hedefi aynı anda önceleyen bu tür aktif bir para politikasının diğer iktisadi değişkenler üzerinde olumsuz etki yaratacağı düşünülebilir. Araştırmacılar bu düşüncelerin aksine, iddia edildiği gibi bir ödünleşim ilişkisinin gerçekleşmediğini göstermektedir. Arjantin özelinde incelendiğinde, fiyat istikrarı, bütçe ve uluslararası sermaye hareketliliği gibi kategorilerde önemli bir olumsuzluk yaşanmadığı görülmektedir (Epstein, 2013: 280; Ünay, 2015: 5).

Arjantin'le birlikte Bangladeş Merkez Bankası da benzer bir yasal değişikliğe gitmiştir. Kalkınmacı motiflerle bezelen bu yasa, iktisadi büyüme ve kalkınmanın, istihdamın, verimli kaynakların gelişiminin ve parasal/finansal istikrarın sağlanmasını amaçlayan kapsamlı bir politika havuzuna sahiptir. Bu bağlamda, öncelikle finansal katılımın sağlanması ve daha çok kişinin finansal alana entegrasyonu amaçlanmıştır. Hanehalkı ve firmaların bankacılık hizmetlerinden artan bir şekilde faydalanması ve bu doğrultuda yatırım, istihdam ve büyüme sağlayıcı faaliyetlere aktif katılımı hedeflenmiştir. Kredi tahsisi ile ekolojik çevre dostu projeler, kadınların iş hayatına aktif katılımı, küçük ve orta boyulu işletmelerin ve tarımsal faaliyetlerin gelişimi desteklenmiştir (Bangladesh Bank, 2012: 1). Takip edilen bu çoklu amaçların başarılması noktasında, Bangladeş Merkez Bankası farklı araçlardan faydalanmıştır. Standart para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra hükümet telkinleri, doğrudan kurallar, düzenlemeler ve sübvansiyonlar kullanılmıştır (Epstein, 2013: 281).

Arjantin ve Bangladeş özelinde görüldüğü gibi, özellikle gelişmekte olan ülkelerin kendine özgü sorunları ve dinamikleri bağlamında istikrar, kurumsallaşma ve kalkınma ihtiyaçları ön plana çıkmaktadır. Kalkınmacı uygulamalara ağırlık veren merkez bankaları, ana akım merkez bankacılığın çizdiği enflasyon hedefi amacını yetersiz bulmaktadır. Bu bağlamda, Küresel Kriz sonrası, bazı ülkeler evrensel olduğu öne sürülen bir takım politika set-

lerinden bağımsız olarak kendi dinamikleri ve ihtiyaçlarına uygun politikalar uygulamaya başlamıştır. Benzer uygulamaları, Brezilya, Hindistan ve Çin’de de görmemiz mümkündür. Özellikle gelişmekte olan ekonomiler için kalkınmacı merkez bankacılığı paradigmasının ciddi bir alternatif olacağını düşünmek yanlış olmayacaktır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Merkez bankalarının ortaya çıkmasında birçok neden vardır. Bu nedenler iktisadi gereklilik ve önceliklerden bağımsız değildir. Merkez bankalarının kurumsal yapıları ve uyguladıkları iktisat politikaları, ülkelerin ekonomik koşulları ile siyasal ve toplumsal yapısıyla şekillenmektedir. Dolayısıyla, ülkelerin iktisadi öncelikleri, siyasi yapısı vb. değiştikçe merkez bankalarının yapısı, görevleri, amaç ve araçlarında da dönüşümler yaşanmaktadır.

İlk merkez bankaları, birbiriyle entegre olmayan bir dünyada ve daha basit bir işleyiş çerçevesinde, devlet adına banknot basma ve bu banknotları tedavüle sokma, savaşları ve kamu açıklarını finanse etme gibi görevler üstlenirken, günümüz merkez bankaları küreselleşen dünyada ve daha kompleks hale gelen iktisadi atmosferde daha karmaşık ve daha zor görevler üstlenmektedir. Dolayısıyla, merkez bankalarının her kriz ortamında fazlaca tartışılması bir yandan merkez bankalarının kötü bir kaderiyken diğer yandan da üstlendiği kritik görevler doğrultusunda doğal ve hatta gereklidir.

Enflasyon hedeflemesi modern merkez bankacılığının değişen yüzünü temsil etmekle birlikte para politikasının geldiği son noktayı ifade etmemektedir. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönem boyunca hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon oranları oldukça düşük bir seviyeye çekilmiştir. 2000-2007 döneminde ortalama enflasyon, gelişmiş ülkelerde %2.1, gelişmekte olan ülkelerde %6.7 ve tüm dünya üzerinde %3.9 oranında gerçekleşmiştir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi uygulandığı dönem boyunca enflasyonu kontrol altına almada başarılı olmuştur. Ancak, son Küresel Krizin fiyat istikrarının sağlandığı böyle bir ortamda patlak vermesi fiyat istikrarının diğer ekonomik hedefleri sağlayacağı yönündeki teorik kabulü önemli ölçüde aşındırmıştır. Bu bağlamda, makro-ihiyati politikalar başta olmak üzere geleneksel olmayan diğer politika araçlarıyla enflasyon hedeflemesinin kapsamı finansal istikrarı da kapsayacak şekilde genişletilmeye çalışılmış ve bu yolla finansal istikrar için büyük tehlike oluşturan kredi genişlemesi azaltılmaya çalışılmıştır.

1980 sonrası, Keynesyen paradigmanın terkedilmesiyle, tüm dünya üzerinde hakim paradigma haline gelen neo-liberalizm altında büyüme oranları önemli ölçüde ivme kaybetmiştir. Fiyat istikrarı konusunda yakalanan başarıya karşın Küresel Krizinde etkisiyle birlikte büyüme ve istihdam kategorilerinde yaşanan kayıplar, gelişmekte olan ülkelerin kalkınma problemleri ve gelişmiş dünyayla arasındaki gelir farklılıkları, ana akım merkez bankacılığı ve enflasyon hedeflemesinin en optimum parasal strateji olup olmadığına dair ciddi tartışmalar yaratmıştır.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları Küresel Krizden sonra geleneksel olmayan araçları kullanarak bu olumsuz etkileri olabildiğince azaltmaya çalışmıştır. Faiz koridoru uygulaması, likidite yönetimi ve iletişim politikaları gibi geleneksel olmayan po-

litikalarla para ve finansal istikrar sağlanmaya çalışılarak, istihdamın artırılması, güçlü büyümenin sağlanması ve döviz kurlarındaki oynaklığın azaltılması amaçlanmıştır. Yani, para politikası stratejisi ekonomik yapıda meydana gelen sorunlar karşısında kendini yenilemeye çalışarak, aksaklıklar karşısında daha güçlü refleks göstermeyi amaçlamıştır. Bu gelişmeler paralelinde Küresel Kriz sonrası, merkez bankalarının sadece enflasyonu değil, aynı zamanda büyüme ve istihdam gibi diğer önemli makroekonomik hedefleri de sağlayabilecek şekilde nasıl dizayn edilebileceği üzerine hızla gelişen bir literatür oluşmuştur.

Nitekim nominal GSYH hedeflemesi de yeni bir uygulamaya olmamasına rağmen, bir grup iktisatçı tarafından günümüzün ekonomik sorunları için daha uygun bir politika aracı olduğu düşünülmekte ve bu yöndeki akademik tartışmalar devam etmektedir. Bu çerçevede, nominal GSYH hedeflemesi taraftarları, Kriz sonrası özellikle gelişmiş ülkelerde büyüme ve istihdamın canlandırılmaması üzerine, daha yüksek bir nominal GSYH hedefinin saptanması ve daha sonrada merkez bankalarının bu şekilde para politikasını genişletmesini önermiştir. Bu çerçevede, bir yandan fiyatlar genel seviyesi yükselirken diğer yandan da reel faiz oranı düşecek ve kredi piyasasının aktif bir şekilde çalışmasıyla tüketim ve yatırım harcamaları artarak, büyüme ve istihdam artışı sağlanabilecektir. Bu bağlamda, nominal GSYH hedeflemesi, özellikle gelişmiş ülkelerin içinde bulunduğu resesyonist konjonktürde önemli bir alternatif oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler özelinde meseleye bakıldığında, bu ülkelerin öncelikli sorunlarının yüksek enflasyon oranı olup olmadığı veya enflasyon oranının merkez bankalarınca düşük bir seviyeye çekilmesi sonucu diğer iktisadi hedeflerin gerçekleştirileceğine dair tartışmalar olağanca hızıyla devam etmektedir. Bu bağlamda; kalkınma, ekonomik istikrar, kurumsallaşma ve teknolojik altyapının oluşturulmasıyla yüksek katma değerli üretimin gerçekleştirilmesi birçok gelişmekte olan ülkeye özgü sorunlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle gelişmiş ve gelişmekte olan dünya arasındaki makasın olabildiğince kapatılması önem kazanmaktadır. Dolayısıyla, ana akım iktisatçılar tarafından evrensel olduğu iddia edilen ve tek amaç tek araç stratejisi üzerinden yürütülen enflasyon hedeflemesi bu ülkeler için yeterli olmamaktadır. Kritik sektörlerin doğrudan düşük faizli kredi tahsis yöntemleriyle desteklenmesi anlamına gelen selektif kredi kullanımı, finansal katılımın sağlanarak finansman sorunlarının en aza indirilmesi ve bankacılık sektörünün bu amaçlar özelinde yeniden tasarlanması kalkınmacı merkez bankacılığı uygulamalarında öne çıkmaktadır. Arjantin ve Bangladeş hükümetleri, yasal düzenlemelerle merkez bankalarına kalkınmacı amaçlar tanımlamıştır. İlk veriler bu ülkelerde, enflasyon oranlarının çok fazla yükselmediği ve büyüme, istihdam ve kalkınma anlamında önemli başarılar elde ettiği yönündedir.

Merkez bankalarının kurumsal yapısı, amaç ve araç setinin oluşu ülkelerin önceliklerine göre değişmektedir. Bu nedenle evrensel ölçütlerden ziyade, ülkelerin içsel dinamikleri ve öncelikli sorunları merkez bankacılığının kurumsal yapısı ve amaç/araç setini belirleyen en önemli unsur olmalıdır. Diğer yandan günümüzün konsensüs sağlanmış para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesinin ülkelerin iktisadi önceliklerini, büyüme, kalkınma, finansal istikrar vb. amaçları da kapsayacak şekilde yeniden tasarlanması, iktisadi sorunların daha kapsamlı ele alınmasını sağlayarak, bu bağlamda geliştirilecek politikaların daha işlevsel olmasına yardımcı olacaktır.

KAYNAKÇA

- Abouch, M., Saidi, A. & Zakaria, F. (2012). Financial Stability: Definitions, Theoretical Foundations and Roles of the Central Banks" *International Research Journal of Finance and Economics*, 84, 79-80.
- Aktan, Ç. C., Utkulu, U. & Togay, S. (1998). *Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler*, İstanbul: İMKB Yayınları.
- Akyazı, H. (1994). Merkez Bankacılığı ve Merkez Bankalarının Bağımsızlığı Sorunu: Türkiye ve Amerika Birleşik Devletleri Örnek Olayı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- _____ (2002). Alternatif Parasal Rejimlerde Fiyat İstikrarı: Enflasyon Hedeflemesi ve Para Kurulu Örnekleri, *İktisat İşletme ve Finans*, 17(90), 72-100.
- Bangladesh Bank (2012). *Developmental Central Banking in Bangladesh, Recent Reforms and Achievements (2009–2012)*, www.bangladesh-bank.org/pub/special/dcbbd.pdf, (03.09.2016).
- Bernanke, B., Gertler, M. & Gilchrist, S. (1996). The Financial Accelerator and the Flight to Quality, *The Review of Economics and Statistics*, 1(1), 1-15.
- BIS (2011). *81st Annual Report*, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011e.pdf>, (04.07.2016).
- Blanchard, O. (2011). Monetary Policy in the Wake of the Crisis, *IMF Macro Conference*, <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/OB2presentation.pdf>, (02.09.2016).
- Cecioni, M., Ferrero, G. & Secchi, A. (2011). Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice, *Bank of Italy Occasional Paper*, 102, 1-18.
- Capie, F., Fischer, Stanley, Goodhart, C. & Schnadt, N. (1994). *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Chang, H.J. & Grabel I. (2005). *Kalkınma Yeniden: Alternatif İktisat Politikaları Elkitabı*, (Çev. Emre Özçelik), Ankara: İmge Kitabevi Yayınları.
- Epstein, G. (2013). Developmental Central Banking: Winning the Future by Updating a Page from the Past, *Review of Keynesian Economics*, 1(3), 273-287.
- Eroğlu, N. (2007). İktisat Politikalarında Israrla Neden Fiyat İstikrarı Amacı?, *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 44. 8-10.
- Frankel, J. (2012). The death of inflation targeting, *VoxEU. org*, 19.
- _____ (2014). Nominal GDP Targeting for Middle-Income Countries, *Central Bank Review*, 14, 1-14.
- Goodhart, C. A. E. (2011). The Changing Role of Central Banks, *Financial History Review*, 18 (2), 135-154.
- Hassan, S. & Loewald, C. (2013). *Nominal GDP Targeting and the Monetary Policy Framework*, No. 392, <https://www.resbank.co.za/Lists/News%20and%20Publications/Attachments/5965/WP1305.pdf>, (12.06.2016).
- Hetzl, R. L. (2015). Nominal GDP: Target or Benchmark?, *Richmond Fed Economic Brief*, April, 1-7, https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_brief/2015/pdf/eb_15-04.pdf, (30.08.2016).
- IMF (2016). *World Economic Outlook, Too Slow for Too Long*, April 2016, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>, (24.08.2016).

- Kara, A. H. & Orak, M. (2008). Enflasyon Hedeflemesi, *Ekonomik Tartışmalar Konferansı*, 10 Ekim 2008, İstanbul, https://www.researchgate.net/profile/Hakan_Kara/publication/238738109_ENFLASYON_HEDEFLEMESI/links/5406bafef0cf2bba34c1e52d3.pdf (28.10.2016).
- Kaya, Z. & Tokucu, E. (2014). Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü, *International Conference on Eurasian Economies*, 1-11
- Maastricht Treaty (1992). Treaty on European Union, *Official Journal of the European Communities*, 191(1), https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/maastricht_en.pdf (05.01.2017).
- Mangır, F. & Ertem, C. (2016). Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Nominal GSYİH Hedeflemesi: Karşılaştırmalı Bir Analiz, *Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 31, 162-185.
- Meade, J. (1978). The Meaning of Internal Balance, *The Economic Journal*, 88(351), 423-435.
- Minsky, H. P. (1992). The Financial Instability Hypothesis, *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, 74, 1-9.
- Mishkin, F. S. (2012). Central Banking after the Crisis, *In Central Bank of Chile, Monetary Policy and Financial Stability, Sixteenth 16 th Annual Conference of the Central Bank of Chile*, November, 1-45.
- Oktar, S. (1996). *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*, 1. Basım, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Önder, T. (2005). Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Özatatay, F. (2013). *Parasal İktisat: Kuram ve Politika*, Ankara: Efil Yayınevi.
- Palley, T. (2016). Inequality, the Financial Crisis and Stagnation: Competing Stories and Why They Matter, *Real-World Economics Review*, 74, 1-18.
- Peersman, G. (2014). The Effectiveness of Unconventional Monetary Policies, *Ghent University, Faculty of Economics and Business Administration, No. 14/875*, http://wps-feb.ugent.be/Papers/wp_14_875.pdf, 1-17, (26.06.2016).
- Posen, A. S. (2004). The Fourth Generation of Central Banking, <https://piie.com/commentary/speeches-papers/fourth-generation-central-banking> (20.07.2016).
- Shirakawa, M. (2013). Central Banking: before, during, and after the Crisis, *International Journal of Central Banking*, 9 (1), 373-387.
- Siklos, P. L. (2002). *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends since World War II*, Cambridge University Press.
- Stiglitz, J. E. (2008). The Failure of Inflation Targeting, *Project Syndicate*, 13., 1-2, <https://www.economics.utoronto.ca/gindart/Stiglitz%20-%20The%20Failure%20of%20Inflation%20Targeting.pdf>, (29.08.2016)
- _____ (2016). *Eşitsizliğin Bedeli: Bugünün Bölünmüş Toplumu Geleceğimizi Nasıl Tehlikeye Atıyor?* (Çev. Ozan İşler), İstanbul: İletişim Yayınları.
- Stone, M. R. & Bhundia, A. J. (2004). A new Taxonomy of Monetary Regimes, *IMF Working Paper*, No. 4-191.
- TCMB (2011). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında İletişim Politikalarının Gelişimi*, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6ab6d48e-5c4b-4725-a26b-4671d9dd7a67/11-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE6ab6d48e-5c4b-4725-a26b-4671d9dd7a67>, (12.08.2016).

- _____ (2012). Merkez Bankası Bağımsızlığı, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5ad2e20a-6e8a-4282-809f-b1da6d0b9c72/01.pdf?MOD=AJPERES> (30.08.2016)
- Ünay, S. (2015). Türkiye'nin "Kalkınmacı Merkez Bankası" İhtiyacı, *Seta Perspektif*, 89, Şubat 2015, http://file.setav.org/Files/Pdf/20150213000112_89_perspektif_s_unay.pdf, (01.09.2016).
- Yay, G., G. (2006). Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi, <http://www.gulsunyay.com/portal/documents/files/enfhedef.pdf> (25.08.2016)
- Yellen, J. L. (2011). Macroprudential Supervision and Monetary policy in the Post-Crisis World, *Business Economics*, 46(1), 3-12.
- Yücememiş, B. T., Alkan, U. & Dağlıdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi, *Journal Financial Researches & Studies/Finansal Arastirmalar ve Calismalar Dergisi*, 7(13), 449-478.