



Cilt / Volume: 14, Sayı / Issue: 27, Sayfalar / Pages: 1-39

Araştırma Makalesi / Research Article

Received / Alınma: 17.10.2023

Accepted / Kabul: 31.01.2024

GÖLGE BANKACILIĞIN GÖLGESİNDE MERKEZ BANKACILIĞI: KÜRESEL FİNANSAL KRİZ SONRASINA TARİHSEL BİR YOLCULUK

Tansel GÜÇLÜ¹

Öz

Küresel finansal krizden sonraki 15 yıl süresince özellikle Federal Reserve'in öncü olarak uygulamaya soktuğu ve diğer merkez bankalarının da repertuarına giren ve girmeye aday olan birçok yeni araç ve yaklaşımın ortaya çıktığına şahit olduk. Bu yaklaşımlar literatürde çokça tartışılrsa da yeni uygulamaların geleneksel merkez bankacılığı uygulamalarından ne yönde ayrıldıklarına, hedefledikleri yeni sonuçlara ve bu sonuçlara ulaşım ulaşılmadıklarına dönük değerlendirmeler yaygın olarak görülmektedir. Yaygın olarak görülen bir diğer tartışma-konu da miktarsal genişleme (quantitative easing) olarak adlandırılan politikaları güncel enflasyonist trendle ilişkilendirme eğilimidir. Ancak bu çalışmada soru değiştirilip miktarsal genişleme başta olmak üzere piyasalara daha yüksek düzeyde likidite enjekte edilmesinin, sermaye birikiminin güncel biçimine gömülü olan sebepleri üzerine tartışılacaktır. Merkez bankacılığı kurumsal olarak dönüşürken esasında finansal ortamın ve ilişkilerin uzun tarihsel dönüşümü içerisinde bunu gerçekleştirmektedir. Bu bağlamda merkez bankalarının birçok krizli meydan okumaya sermaye birikiminin istikrarı açısından cevap üretmeye çalışmakta olan kurumlar olduğunu hatırlatmak gerekir. 1980'li yılların sonrasında merkez bankacıları neoliberal politika dönüşümleri ve beraberindeki (kimi yazarlarca finansallaşma olarak da referans verilen) finansal inovasyonların karmaşık uluslararasılaşması sürecinde müdahale kapasitelerini artıracak bir dönüşüme odaklanmışlardır. Daha açık olmak gerekirse burada itibari paranın ortaya çıkışı, onu destekleyen yapının geri çekilmesi ve zamanla bugünün uluslararasılaşan gölge bankacılığına evrilen finansal yapısındaki yeni konumunu merkeze alarak Fed'in bu yeni finansal mimarideki dönüşümüne odaklanılacaktır. Geçici olacağı düşünülen fakat artık neredeyse kalıcı bir politik araca dönüşen ve bu makalenin de esas odak noktasını oluşturan varlık alım programları bu gelişmelerin en önemlilerinden biri olarak karşımızda durmaktadır. Burada "doğru" politik araçların keşfinden ziyade parasal-finansal dinamiklerin değişen doğası ile merkez bankacılığındaki dönüşümü beraber ele almak temel hedef olacaktır.

Anahtar Kelimeler: Gölge Bankacılık, Merkez Bankacılığı, Miktarsal Genişleme, Varlık Alım Programları, Küresel Finansal Kriz.

Jel Kodları: B52, E42, E12, E58, G23.

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Munzur Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, E-Posta: tanselguclu@gmail.com, ORCID: 0000-0002-1025-363X.

Atıf/Citation

Güçlü, T. (2024). Gölge bankacılığın gölgesinde merkez bankacılığı: Küresel Finansal Kriz sonrasında tarihsel bir yolculuk. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(27), 1-39.

CENTRAL BANKING IN THE SHADOW OF SHADOW BANKING: A HISTORICAL JOURNEY TO THE POST-GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Abstract

Over the 15 years following the global financial crisis, we have witnessed the emergence of numerous new tools and approaches, particularly those pioneered by the Federal Reserve. These innovations have become part of the toolkit for other central banks and remain under consideration by others. Although these approaches are widely discussed in the literature, it is common to find evaluations assessing how new practices differ from traditional central banking practices, the desired new results they aim to achieve, and whether they succeed in attaining these results. Another common point of debates is the tendency to associate policies like quantitative easing with the current inflationary trend. However, this paper changes the question and discusses the reasons for injecting greater levels of liquidity into markets, particularly quantitative easing, which are embedded in the current form of capital accumulation. While central banking undergoes institutional transformation, this process occurs within the broader and long historical transformation of the financial environment and relationships. It is essential to remember that central banks are the institutions tasked with addressing numerous challenges related to the stability of capital accumulation during crises. Following the 1980s, central bankers increasingly focused on enhancing their intervention capacity due to the complex internationalization of neoliberal policy shifts and of the accompanying financial innovations (which are also referred to as financialization by some authors). To be more precise, the focus here is on the Fed's transformation in this new financial architecture, focusing on the emergence of fiat money, the withdrawal of the structure that supports it, and its new position in the financial structure that has evolved over time into today's internationalized shadow banking. This article primarily centers on the asset purchase programs, initially conceived as temporary measures but now considered almost permanent political tools. Our main objective is to explore the evolving nature of monetary and financial dynamics in conjunction with the transformation of central banking, rather than attempting to identify the 'right' political tools.

Keywords: Shadow Banking, Central Banking, Quantitative Easing, Asset Purchase Programs, Global Financial Crisis.

Jel Codes: B52, E42, E12, E58, G23.

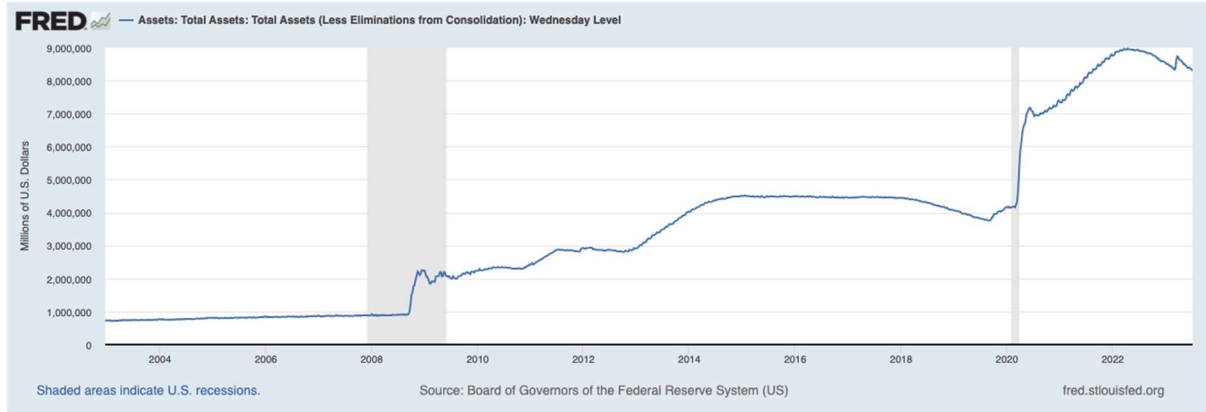
1. GİRİŞ

Ben Bernanke *Karar Alma Cesareti* adlı kitabında geleneksel merkez bankacılığı araçlarının ötesine geçmenin bir gereklilik olarak karşılımlarına çıktığını ifade ederken, kendi döneminden önceki politikaları aktararak ve onlara ek olarak geliştirdikleri birtakım araçları kendi jargonu içerisinde çarpıcı bir biçimde ifade ederek miktarsal genişleme politikalarının “ne kadar gerekli ve yerinde” olduğunu açıklamaya çalışmıştır. O zamana kadar merkez bankacılığı birçok farklı evreden geçmiş ve farklı araç ve yaklaşımları gündemine almıştır. Ancak 2008 sonrasında tipik bir özelliği, bakan herkesin de görebileceği üzere muazzam düzeyde bir parasal genişlemeye sahne olan bir dönemi temsil ettiği. Küresel kriz sonrasındaki iki yıl içerisinde Federal Reserve'in toplam varlıkları yaklaşık olarak 2,5 kat artmıştır (bkz. Şekil 1).² Fed'in bilançosunda buna benzer bir varlık artışına 2020 Covid krizinden bugüne değin geçen sürede de şahit olduk. 2020-2022 arasında Fed'in varlıkları yaklaşık olarak 4 trilyon doların biraz

² Bu veriye grafik biçiminde de dahil olmak üzere Federal Reserve Bank of St. Louis'in sitesinden ulaşmak mümkündür: <https://fred.stlouisfed.org/>

üzerinden 9 trilyon dolar düzeyine kadar artmıştır. Böyle bir artışın söz konusu olduğu bir ortamda bu politikaların küresel düzeyde sermaye birikim süreci için ne anlama geldiğini tartışmak şart görünmektedir. Avrupa Merkez Bankası'nda da (ECB) benzer bir eğilim gözlemlenmektedir: 2018'de toplam bilançosu 447 milyar Euro iken, 2022 yılında 700 milyar Euro'yu bulmuştur ve bu süre içerisinde aktif bir biçimde varlık alım programını devreye sokmuştur (ECB, 2023).

Şekil 1. Yıllar İtibariyle Federal Reserve Toplam Bilanço Büyüklüğündeki Değişim (2002-2023)



Kaynak: fred.stlouisfed.org

Merkez bankacılığı tartışılırken, özellikle de kriz sonrası dönem söz konusu olduğunda merkez bankalarının içinde buldukları sermaye birikim koşullarının dikkate alınmadığına, en azından finansal kapitalist birikiminin karmaşıklığının ve boyutunun hakkıyla ele alınmadığına sıklıkla rastlamak mümkündür. Bir grup araştırmacı bu yüksek düzeyde genişlemeyi (ve/veya o dönemdeki varlık alımlarını) özellikle COVID-19 kurtarma paketini günümüzdeki enflasyonist sürecin sorumlusu olarak görmektedir (Gros, 2023; Rogoff, 2022; Summers, 2022). Özellikle parasalcı görüşe yakın olanlar veya anaakım iktisadın yansız para yaklaşımına bağlılığını belli ölçüde koruyanların bu görüşleri savunduğunu görebiliyoruz. Anaakım iktisat, neredeyse tüm eğilimleriyle birlikte paranın miktar teorisini şu ve bu versiyonuyla varsayım olarak kabul ettiğinden dolayı tüketici fiyatları ile para miktarı arasındaki ilişkiyi doğrudan miktardan fiyatlar genel düzeyine doğru tek yönlü, parasal finansal sistemin yapısının ne yönde ve nasıl evrildiğinden bağımsız olarak temel kabul etmektedir. Hatta bu düşünüş biçimi kendisini anaakım iktisadın dışında konumlandırılan birçok araştırmacı için dahi geçerlidir. Bu gruba kripto liberteryen tartışmacıları da eklemek mümkündür (Allon, 2018). Onlara göre de sorun merkez bankasının fazla “para basmasıdır”, ancak bu tartışmacılar farklı olarak bu durumu,

biraz da serbest bankacılık yanlısı görüşlerden faydalanarak, paranın bir “otorite” yönetiminde “keyfi olarak basılmasının” sonucu olarak görmekte-dirler (Selgin, 2015). Bir diğer yaklaşım biçimini de merkez bankasının bağımsızlığı çerçevesinde Türkiye veya diğer büyük merkez bankaları odaklı olarak yürütülen ve bir anlamda onlara soyut görev tanımları çizmeye çalışan yaklaşımlar oluşturmaktadır (Akkaya ve Gürkaynak, 2012). Bu kavrayışlar daha çok “merkez bankasının görevi nedir?” sorusunu, finansal dönüşümün tarihsel koşullarını pek de dikkate almadan sormakta, fakat bunu sorarken hazine ile ilişkilerine süreklilik arz eden bir şekilde belirgin sınırlar çizmeye dönük bir kaygıyla meseleye yaklaşmaktadırlar. Bu tartışmayı yürütürken de geri planda kendi halinde işleyen bir piyasaya inanmakta ve bu kurumların bir anlamda “yoldan çıkmamasına” dönük dışarıdan bir müdahalenin nasıl olabileceğine ilişkin bir zihinsel egzersiz yaparak düşünmektedirler. Ancak bu çalışmada da göreceğimiz gibi kamu-piyasa veya merkez bankası ile para ve finans piyasaları gibi ayrımlardan hareket etmek biraz arkaik bir çaba gibi görünmekle birlikte, devletin genel dönüşüm süreci içerisinde hazineye veya merkez bankasına dair klasik ayrımları sabit varsayarak bir analiz yürütmek genel olarak pek mümkün görünmemektedir. Bunun sebebi esasında hazine ve merkez bankaları arasındaki ilişkinin tarihsel olarak özgül formlar alması, bir diğer ifadeyle tarihsel bir dinamizm içermesidir. Merkez bankalarının doğrudan müdahale sahalarına giren yeni olgulara ve piyasalara ilişkin parasal araçlar seti üzerine sürekli çalışmaları merkez bankacılarının ve iktisatçıların kendi aralarında yürüttükleri tartışmaların odağını belirlemektedir. Böylece sermaye birikiminin dönüşümü süresince merkez bankalarının müdahale etmeye çalıştıkları noktalar sürekli değişmektedir. Bunları odağına alan bir tartışma yürütmek merkez bankacılığının günümüzde vuku bulan finansal birikimle ilişkili bağlamını daha açık olarak ele verecektir.

Finansal birikim genişleyip derinleştikçe merkez bankacılığı düşüncesi de içerisinde bulunduğu birikimin koşullarına göre dönüşmekte ve birikime bu düzlem içerisinde belirli kurumsal, sınıfsal ve toplumsal tercihlerle yön vermeye çalışmakta ve araçlarını da bu bağlam içerisinde geliştirmeye çalışmaktadır. Bu makaledeki tartışma günümüz merkez bankacılığının dönüşümüne dair parasal ve finansal sistemin tarihsel evrimini dikkate alarak bir cevap üretmeye çalışacaktır. Bu yazıda özetle günümüze kadar giderek genişleyen gölge bankacılık şemsiyesi altında çeşitli formlarda yükümlülük ihraçları üreten (finansal inovasyon) bir sistem içerisinde Fed ve diğer merkez bankalarının konvansiyonel olanın dışına çıkarak yeni politika

araçları ürettiği gözleminden yola çıkılmaktadır.³ Burada asıl amacımız hangi aracın veya hangi politika tasarımının daha doğru olduğu değildir. Burada daha ziyade merkez bankalarının neden yeni araçlara ihtiyaç duyduğu paranın ve finansın doğasındaki dönüşüm göz önüne alarak tartışılacaktır.

Varlık alımlarından başlayarak birçok farklı müdahale aracı geliştirme gayretinin yanında, geleneksel merkez bankacılığında doğrudan finansal ortamla ilişkili olarak görülmeyen birtakım problemlerin de (örneğin yeşil merkez bankacılığı) bu ekonomi politik çerçeveye dahil olması ilginç bir durumdur. Farklı merkez bankalarına küresel likidite sağlayacak swap hatlarının ortaya çıkması geniş varlık alımlarıyla birlikte düşünüldüğünde finansal alana daha geniş kapsamlı bir müdahale perspektifiyle yaklaşıldığını göstermektedir. Merkez bankacılığında meydana gelen bu köklü dönüşümleri küresel düzeyde entegre hale gelen finansal ortamın giderek karmaşıklaşan yapısı içerisinde ele almak gerekliliği bu makalenin yazılmasındaki temel motivasyonu oluşturmaktadır. Ancak burada bütün bu yapıyı anlatmak gibi bir yoldan ziyade finansal ilişkilerin dönüşümü aracılığıyla merkez bankalarının müdahale perspektifindeki değişimi anlamlandırmak amaçlanmıştır. Sermaye birikimi finansallaştıkça veya bir diğer ifadeyle finansal varlık üretimi geleneksel bankacılık sistemini de aşan bir biçimde birikimin farklı aktörlerinin birbirleriyle (bilançolar kanalıyla) daha sıkı, ancak bir o kadar da kırılgan bağlar kurmalarına yol açtıkça, finansal istikrarı merkeze almak merkezi politik aktörler açısından daha öncelikli ve kritik bir tartışma başlığı haline gelmeye başlamıştır.

Özetle, 2008 Küresel Finansal Krizi'nin boyutu sadece bankaları, finansal kurumları ve piyasaları değil, başta Fed olmak üzere merkez bankalarını da içinde buldukları finansal ilişkiler dolayımında dönüşüme zorlamaktadır (Mehrling, 2011). Merkez bankaları dönüşen finansal ortam içerisinde sermaye birikiminin sıhhati açısından parasal-finansal ilişkileri yönlendirmek durumundadır. Enflasyon ve finansal istikrar konularında yeni araçlar geliştirmek karmaşıklaşmış finansal ortamın ve bu ortama özgü krizlerin yarattığı zorunlu bir sonuç olmakla birlikte merkez bankalarına yeni roller de yüklemiş görünmektedir. Özellikle Türkiye'deki klasik ders kitapları ise merkez bankacılığını ve operasyonlarını geleneksel

³ Günümüz merkez bankacılığı salt gölge bankacılığın büyümesiyle ilişkili bir dönüşümden geçmemektedir, kripto finansal alanın giderek genişlemesiyle ilgili de dönmek ve bu süreçlere müdahale etmek zorunluluğuyla karşı karşıya kalmıştır. Merkez bankaları finansal birikimin derinleşmesi anlamına da gelen bu yeni kripto finans dünyasına hem bir şekilde adapte olma hem de onu yönlendirme kaygısıyla "parasal egemenliğin" bu sistem içerisinde nasıl yeniden tesis edilebileceğine dair gerilimli bir müdahale alanına çalışmaktadırlar. Ancak bu başka bir yazının konusudur.

araçlarla statik bir anlayışla kavramaktadırlar (Özatay, 2011).⁴ Bu bakışa göre merkez bankaları kredi genişlemesini “kontrol ederek” veya “etkileyerek” enflasyonu kontrol etmek istemekte ve bunu yaparken de kısa vadeli faiz oranlarını araç olarak kullanmaktadırlar. Gölge bankacılık olarak finansallaşmaya dair gelişmeleri anlamak için bu çalışma kısa bir tarihsel anlatımın ardından para yaratım süreçlerinin önemine, tarihine ve günümüzdeki finansallaşmış düzeyine odaklanacaktır. Merkez bankacılığının da, para olgusunun da, finansal sistemin de bir tarihi vardır. Bugün para olarak varsaydığımız itibari para da tarihsel bir inşa olduğu gibi, onun tartışılmaz varsaydığımız “fonksiyonları” da bu inşanın bir parçasıdır ve tarihsel olarak inşa edilmiş itibari para mefhumuna “iliştirilmiştir”.

Bütün bu bakışın ışığında çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlki geleneksel merkez bankacılığı düşüncesinin temelini oluşturan tarihsel dönemin gelişmelerinin tartışılacağı ilk bölüm olacaktır. Bu bölümde son kredi mercii ve itibari para fikrinin ve olgusunun ortaya çıkışı tartışılacaktır. İkinci bölümde günümüz finansal sisteminin geldiği boyutla ilişkili olarak bu geleneksel yaklaşımların yetersizliği tartışılacaktır. Bu bölümde itibari paraya güçlü bir temel sağlayan ve onu istikrar unsuru bir “yaratım” haline getiren önceki dönemin kurumsal düzeninin geri çekildiği yeni bir finansal mimaride merkez bankalarının karşı karşıya kaldığı çelişkiler anlatılacaktır. Makalenin son bölümünde ise Fed ve öncü merkez bankalarının üzerlerine aldıkları bu yeni rollerin finansallaşmış sermaye birikimi bağlamında ne anlama geldiği tartışılacaktır.

2. GELENEKSEL MERKEZ BANKACILIĞI DÜŞÜNCESİ: İTİBARI PARA DEĞERİNİN MERKEZİLİĞİNDE FİYAT İSTİKRARI VE SON KREDİ MERCİİ ROLÜ

Kesin ve net zamansal çizgilerle ayırmak zor olsa da 1980 sonrası finansallaşan birikimin yarattığı çelişkilerin 2008 Küresel Finansal Kriz sonrası merkez bankacılığındaki dönüşümde çok kritik olduğunu vurgulamak gerekir. Bu dönüşümün konjonktürel köklerini Bretton Woods’un çöküşü ve onun getirdiği finansal inovasyon patlamasında bulmak mümkündür. Merkez bankalarının temel görevleri olarak klasik anlayış hem finansal istikrara hem de fiyat istikrarına aynı anda odaklanmayı öngörür. Bunun yanında Bretton Woods dönemi gibi farklı tarihsel dönemler bu görevlere tam istihdam hedefini de eklemiştir diyebiliriz. Ancak 2008 krizine kadar merkez bankacılığının hem meta hem de varlık fiyatları olmak üzere iki farklı

⁴ Buna karşın anaakım para teorisi ve politikası ders kitaplarında miktarsal genişleme ve efektif en düşük (effective lower bound) faiz oranına dair uygulama ve politika sorunlarının biçimlendirdiği son dönem merkez bankacılığının konu edildiğini de görmek mümkündür, bkz. Walsh (2017).

fiyat sistemine dönük istikrara dair müdahaleleri belirli birkaç araç çerçevesinde tanımlansa da bugüne geldiğimizde daha geniş bir varlık fiyatları alanına daha doğrudan müdahalelerin yolunu açacak araçların gelişmesi gündeme gelmiş ve uygulanmıştır.

Bretton Woods dönemi ve sonrasında merkez bankacılığı farklı dinamikleri içerse de kullanılan araçların biçimi ve bu araçların kullandığı “aktarım kanalı” bağlamında benzerlikler taşıdığı söylenebilir: 1) itibari paranın değerinin kontrolü aracılığıyla iki farklı fiyat sisteminin istikrarının sağlanması⁵ (varlık ve meta fiyatları) ve 2) likidite sıkışıklıklarına dair sorunları gidermesi gereken bir son merci olarak rezerv desteği sağlanması (lender of last resort).

Para dediğimiz olgu (tarihsel bazı istisnai durumlar ve tartışmalar mümkün olsa da) özellikle modern anlamda özel türde borç senetlerine (veya yükümlülük ihraçlarına) verdiğimiz bir isimlendirmedir diyebiliriz. 18. ve 19. yüzyıllarda süren tartışmalar, özellikle ABD ve İngiltere özelinde baktığımızda, bankacılık sistemi özelinde yaratılan banknotların, kredi paraların ve özel paralar olarak düşünebileceğimiz kambiyo senetlerinin birbirlerine ne şekilde çevrilebileceğine veya bu farklı para biçimlerinin piyasa sistemi içerisinde konvertible olup olamayacağına ve tarafları birbirlerine karşı yükümlülük içine sokan bu varlık ihraçlarının ortaya çıkardığı içsel istikrarsızlık eğilimlerinin nasıl çözümleneceğine odaklanmışlardır (Lavoie, 2022, s. 195; Wray, 1990, ss. 100–109).⁶ Bugünkü anlamda tam bir parasal birlikten bahsetmek mümkün olmasa da dönemin Hazine Bakanı Alexander Hamilton’un 1791 yılında hazırladığı Para Darbı Raporu’nun (Mint Report) önerileri doğrultusunda Kongre tarafından ABD doları yeni para birimi olarak tanımlanmış, gümüş ve altın cinsinden değeri 15’e 1 olacak şekilde sabitlenmiştir. Ayrıca dönemin Bank of England’ından esinlenerek (the First) Bank of the Unites States kurulmuş ve merkez bankacılığına dair ilk fonksiyonları vücuda getirmiştir. Dolayısıyla bugünden bakınca gevşek bir birlik biçiminde bir parasal sistemden bahsedilebilir (Sylla, 2006, ss. 73-74).

19. yüzyılın ikinci yarısına geldiğimizde kredi biçiminde (faiz içeren), veya devlet tahvili, kıymetli madenler vs. gibi varlıklar karşılığında banknot biçiminde paraların yaratımı veya kambiyo senetleri biçiminde yaratılan “özel paraların” veya para benzerlerinin iskonto edilmesi

⁵ İtibari paranın değerini korumak bir merkez bankasının görevi olarak kabul edilmiş olsa da bu somut hedef onu inşa eden bir kurumsal çerçeveyi gerekli kılmıştır. Bu konu daha sonra bahse konu olacak olsa da kısaca belirtmek gerekirse itibari paranın varlığı ve değerinin istikrarı belirli bir kurumsal müdahaleler dizisini gerektirmiştir. Bu konudaki tartışmalar için bkz. Rochon ve Vernengo (2003) ve Beggs (2017).

⁶ Ancak bu tartışmayı yaparken neyin aslen para olarak kabul edilebileceğini tartışarak parasal sisteme ilişkin sorunu çözmeye çalışmaktadırlar. Çünkü dikkat edilirse tartışmanın temel sorunsalını bu oluşturmaktadır. Dolayısıyla para mefhumunun inşası söz konusudur.

bankacılık faaliyetinin temelini oluşturmaktaydı. Bu sistemde sorun para yaratımının dayandığı yükümlülüklerin karşılanamaması söz konusu olduğunda ortaya çıkmaktaydı. Bir başka ifadeyle, ticari faaliyetin gerçekleşmesi demek olan metaların alım satımı kambiyo senetleriyle veya dönemin çokça kullanılan araçlarından çek benzeri sözleşmelerle gerçekleşebilmekteydi. Bankalar bir bedel karşılığında bu senetleri kabul ederek ödemeyi garanti altına alabiliyor veya yine bedeli (iskonto oranı) karşılığında senedi kırabiliyorlardı. Kırdıklarında ise karşılığında ulusal nakit para (ABD Doları) biriminden bir bedel ödeme veya kredili mevduat hesabı öneriyorlardı. Her iki durumda da bu ödemeler atıl bakiyeler olarak tutulmaktan ziyade vadesi gelen senetlerin ödemesinde kullanılıyordu (Mehrling, 2011, 1. Bölüm). Burada bankalar farklı bilançolardaki nakit akışlarını denkleştiriyor, aktörlerin senet portföylerini yönetiyorlardı. Eğer bir banka kırdığı senedin vadesi geldiğinde alması gereken ödemeyi almaz ise nakit açığı ile karşı karşıya kalıyordu. Ancak döngüsel kapitalist birikim düşünülduğünde kârların veya kâr beklentilerinin düşmeye başladığı periyotlarda bu durum arızı olmaktan çok sistemik nakit açıklarına sebep olacağından son kredi mercii meselesi giderek artan bir şekilde tartışmaların odak noktasını teşkil etmiştir. Çünkü bankaların varlık ve yükümlülük dengeleri bozulduğunda (pozisyonlarını finanse edemediklerinde) bir bütün olarak finansal sistemin çökmesi söz konusu oluyor ve daha güvenilir kredi vericilere dönük bir ihtiyaç iyiden iyiye ortaya çıkıyordu. Yeri gelmişken ifade etmek gerekirse 19. yüzyılın ilk yarısında ortaya çıkmış olan gerek the First Bank of the Unites States (1791–1811) gerekse de the Second Bank of the United States (1817–35) tam olarak bu işlevleri sağlamıyorlardı. Bunun sebebi bugün bildiğimiz anlamda bir para politikası uygulamamalarıydı. Bu bankalar hazinenin topladığı vergiler hariç (fazla) rezervleri ellerinde bulundurmadıkları gibi pek son kredi mercii işlevi de görmüyorlardı, sadece parasal sisteme destek olacak şekilde farklı senetlere konvertibilite sağlayacak bir son destek görevleri vardı ve kamusal nitelik arz etmekten ziyade “imtiyazlı” özel kuruluşlardı diyebiliriz. Erken dönem çoğu merkez bankacılığı fonksiyonları bu şekilde henüz ilkel formlarında icra ediliyordu.

Fakat dikkat edilirse burada çoğunlukla parasal sözleşmeler hesap parası ve ödeme aracı olarak işlev görmekteydiler. Bu varlıkların tasarruf aracına dönüşmeleri de bütün bu farklı parasal sözleşmelerin konvertible olacağı bir ortak eşdeğer olarak daha güvenilir bir parasal sözleşmenin (gereğinde) düzenli olarak ihracına giderek daha bağlı hale gelmiştir. Daha açık ifade edersek bugün merkez bankası yükümlülüğü olarak adlandırdığımız itibari paranın ihracının kurumsal çerçevede düzenlenmesine olan ihtiyacı artırmıştır. Bankaların son kredi mercii (lender of last resort) olarak başvurduklarında karşılığında aldıkları itibari para birimi

cinsinden merkez bankası (veya genel olarak kamu) yükümlülüğünün ortaya çıkışı yüzyılın sonuna doğru daha geniş bir kabul görecekti. Bu noktada uluslararası ticaretin düzenlenmesi açısından ikinci bir değer aracı, bir uluslararası eşdeğer olarak 1870-1914 yılları arasında altının bir standart değer biçimi olarak ortaya çıkması, parasal değer istikrarsızlığına bir çözüm olmak ve bu istikrarsızlığı hafifletmek üzere kilit bir unsur olarak öne çıkmış, böylece bugün “altın standardı” olarak adlandırdığımız parasal bütünleşmenin konjonktürel ve uluslararası bir parçası olarak ortaya çıkmıştır.

Minsky’e göre kapitalizm en başından beri finansal bir sistemdir ve istikrarsızlık eğilimlerini içinde barındırır (Minsky 1993; 1995; Papadimitriou ve Wray 1999). Minsky (1992), bu eğilimleri çok bilinen Finansal İstikrarsızlık Hipotezi başlığında anlatırken kâr beklentilerinin arttığı dönemlerde borçlanmanın arttığını söyler, fakat daha sonra bu beklentiler tersine döndüğünde, aktörlerin borçlarını ödemekte zorlandıklarını ve finansal pozisyonlarının ponziye doğru kaydığını ve esasında giderek artan “kaldıraçlanmanın” da bu sorunu beslediğini ifade eder (González ve Pérez-Caldentey 2018). Birçok aktörün böyle bir ödeme krizine girmesi sistemdeki ödeme akışlarını bir bütün olarak krize sokar. Günümüzün finans diliyle ifade edersek girilen yüksek kaldıraçlı finansal pozisyonlar artık finanse edilemez hale gelir. Gelgelelim borçların ödenemez hale geldiği noktadan sonra çökmüş olan kredi sistemi nihai bir likidite kaynağına ihtiyaç duyar. Bir başka ifadeyle, yaratılan yükümlülükler karşılanamaz (alınan borçlar ödenemez) hale gelir ve karşılanabilmesi için bankalar açısından daha güvenilir ve konvertibl bir likidite kaynağına olan ihtiyaç ortaya çıkar. Ancak her düzenlemenin kendine özgü koşullarda ortaya çıktığını hatırlatmak da yerinde olur. Tarihsel olarak bakıldığında para yaratan çok fazla aktörün olduğu bir finans sisteminde kredi sisteminin çökme eğilimlerine dair bir istikrar sağlayıcıya duyulan merkezi ihtiyaç merkez bankacılığı tartışmalarının temelini teşkil etmiştir. Bir başka açıdan bakarsak şirketler ve emekçi hanehalkları gibi aktörler birbirlerine bağlı bir dizi bilançolar sistemi olarak düşünüldüğünde bunların nakit akışları kanalıyla birbirlerine bağlandıklarını görebiliriz (Mehrling, 2010; Minsky, 1993). Bu noktada bir aktörün harcaması ve nakit çıkışı diğer aktörün geliri ve onun bilançosuna nakit girişi anlamına gelir. Yükümlülük ihraçları da nakit akışlarının temeli olarak bu bilançoları birbirine bağlar.⁷ Dolayısıyla sistemik olarak artan borç yükü harcamaların kısılmasıyla ve dolayısıyla gelirlerin azalmasıyla sonuçlanmaktadır. Ralph Hawtrey’e (1970) göre bu farklı bilançoların

⁷ Mehrling (2017:7) bunu karşılıklı IOU (I owe you cümlesindeki kelimelerin baş harfi veya bir diğer ifadeyle borç senedi) yaratımı olarak ifade etmekte ve yükümlülük ihracının/ihraçlarının bilançoları birbirine bağlaması olgusunu borç senetlerinin swap olarak değişimi olarak yerinde bir şekilde çerçeveslendirmektedir. Bu durum Mehrling’e göre bankacılığın özüdür.

etkileşimi olarak kredi olgusunun içsel istikrarsızlığının kaynağıdır.⁸ Beklenen kârlar veya nakit akışları düşüşe geçtiğinde ve yükümlülükler karşılanamamaya başladığında büyük bir likidite açığı da ortaya çıkmaktadır. Bir diğer ifadeyle likit olan yükümlülük ihraçları bir anda likit olmayan bir hale gelir ve el değiştiremez.

Literatürde genellikle çoklu para yaratımı dönemine, the Second Bank'in imtiyazının kaldırıldığı dönemden sonrasına denk düşen (kimilerine göre serbest bankacılık dönemi) 1838-1863 arası ABD para piyasaları örnek gösterilmektedir. 1840'li yılların ortası itibariyle bu piyasada yaklaşık olarak 1500 farklı banknotun piyasada dolaştığı tahmin edilmektedir (Gorton, Ross, ve Ross, 2022, s. 3). Bu çoklu banknotların ve/veya yükümlülük ihraçlarının dolaştığı finansal sistemde kredi para yaratımının bugünkünden daha kırılabilir ve istikrarsız bir yapıya arz ettiğini söyleyebiliriz. Bununla birlikte nakit akışlarının kesilmesine yol açabilecek bir kredi çöküşünü önleyebilecek bir son yükümlülük ihraççısının olması gerektiği fikri bir çözüm olarak ortaya çıkmaya başlamıştır. Wood (2011, s. 120) ayrıca *the Suffolk Bank System* (1824-1866) gibi bazı bölgesel bankaların kendi aralarında birleşerek böyle bir tercihi ortaya çıkarma çabalarını da tarihsel örnekleriyle anlatmaktadır. Ancak son kredi mercii fikrine varmak kolay olmamıştır. Başkan Andrew Jackson'ın 1833 yılında the Second Bank of United States'in imtiyazını iptal etmesi sonrasında rekabetçi piyasa içi çözümlere dair bir inanç ve yönelme de görülmektedir. Burada bütün tarihi anlatmanın ötesinde merkez bankacılığının kapitalist gelişmenin derinleşmesiyle birlikte ortak bir eşdeğere ve daha da açık ifade etmek gerekirse parasal sistemin güvenilir bir nihai ve konvertible para (veya değer) biçimine ihtiyacının 19. yüzyılın sonuna doğru giderek arttığını vurgulamak yeterlidir.

İlk merkez bankalarının genel olarak kredi-para ve kambiyo senedi yaratımı düzenine son garantör olma işlevini kazanmasının yanında bir diğer özellikleri de hükümet borcunu fonlamaya yardım eden özel bankalar olarak ortaya çıkmalarıdır. Modern bir ifadeyle “merkez bankaları” rolünü alan bankalar hem hazinenin bankası hem de “bankaların bankası” olma özelliklerini zamanla bünyelerinde birleştirmişlerdir (Bordo, 2007). Savaş dönemleri (ABD iç savaşı ve Napolyon Savaşları vd. gibi) genelde devletin finansmanı ve kredi sistemine temel teşkil edecek ve bankacılık sistemindeki farklı yükümlülük ihraçlarını bütünleştirecek bir sistem ihtiyacını daha çok ortaya çıkarmıştır. İlk merkez bankası örneklerinden biri olan İngiltere Merkez Bankası'nın (Bank of England) kuruluş hikayesi de böyle bir çabanın ürünü

⁸ Hawtrey'in meşhur kitabının ilk baskısının 1930 yılında olduğunu hatırlatalım. Bu noktada post-Keynesyen iktisatçıların yerinde olarak vurguladıkları gibi kapitalist finans sisteminin asıl sorununun kamu açığı ve devlet borçlarının değil özel borçlar olduğunu hatırlatmak önemlidir (Keen, 2015).

gibi durmaktadır. 1694 yılında İngiliz bankerlerinin oluşturduğu bir konsorsiyum krala 1.200.000 £ kredi karşılığında kraliyetin banknot basma tekeli almıştır. Ancak bu borcun anaparası hiç ödenmemiştir ve İngiltere'nin para sistemi bugünlerde merkez bankası yükümlülüğü dediğimiz bu borç üzerine bina edilmiştir (Graeber, 2015, s. 55). Kimi coğrafyalarda yasal statüye kavuşmadan önce piyasadaki en büyük ve diğer bankalarla en çok ilişkili olan bankalar, sistemi destekleyici son yükümlülük ihraççıları olarak evrilmişler, sonrasında devletlerden özel imtiyazlar da alarak merkez bankası gibi çalışmaya başlamışlardır.

The First Bank of United States'i dönemin Hazine Bakanı Alexander Hamilton'ın desteğiyle “özellikle acil gereksinim duyulduğunda hükümetin yapacağı parasal yardımlara destek olmak, vergilerin ödenmesini kolaylaştırmak ve ayrıca da altın ve gümüşün kağıt dolaşımının temeli haline gelmesini sağlayarak sanayiye teşvik etmek adına” Kongre tarafından kurulmuştur (Wood, 2011, s. 123). İngiltere örneğinde Bank of England (1694) doğal bir merkez bankası rolüne bürünmüş ve sonrasında yasal-kamusal statüsüne kavuşmuşken, ABD'de *the First* ve *the Second Bank of the Unites States* (1791-1836) vakaları bankacılık sistemi içerisindeki güvenilir bankaların kurulması ve zamanla doğal birer nihai yükümlülük ihraççılarına dönüşmelerinin örnekleri olarak iktisadi tarih sahnesindeki yerlerini almışlardır. Sonrasında Jackson'ın başkanlığı döneminde *the Second Bank* 1833'te sona eren imtiyazına kadar son kredi mercii statüsünü yasal olarak sürdürmüştür.

Walter Bagehot 1873 yılında yayınladığı *Lombard Street: A Description of the Money Market* kitabında bugün bildiğimiz anlamda merkez bankalarının son kredi mercii olma görevlerini tanımlamıştır. Bir başka ifadeyle likidite krizlerinin çözümü merkez bankalarının ilk görev ve sorumlulukları olarak tanımlanmaya başlanmıştır diyebiliriz. Merkez bankaları nihai değer biçiminin oluşturulması, yaratılması ve bu biçimin son likidite desteğinin yasal birimi olması bağlamında yasal statüye de kavuşunca (legal tender) görevleri de bununla birlikte biçimlenmeye başlamıştır. Merkez bankası yükümlülüğü olarak itibari paranın değerini koruma ve sürdürme görevi de içinde bulunulan finansal ortamın gereklerince şekillendirilmeye çalışılan politika araçlarının inşasıyla sürdürülmüştür. Para biriminin değeri 1914 yılına kadar uluslararası (konvertible) bir meta para-birimi olarak kurgulanan altına dayalı bir şekilde kendini ifade ederken, Federal Reserve'in kurulması savaşın hemen öncesinde 1913 yılını bulmuştur. İngiltere örneğinde Bank of England kamu borcu karşılığında yükümlülük (banknot) ihraç etme hakkını kazanırken, ABD örneğinde Bagehot'un vurgularından sonra dahi 1913'e kadar hazine de kendi yükümlülüğünü ihraç etme konusunda kendi alanını korumuştur (Bagehot, 1873). Aslına bakılırsa yasal statüsüne kavuşmuş bir merkez bankası, hem bankacılık

sisteminin son kredi mercii olarak sistemdeki yerini almış, hem de hazinenin bankası olma rolünü de üzerine alarak hazinenin yükümlülük ihraçlarının aracısı olmuştur. Dolayısıyla parasal işlevleri paylaşan varlıklar uzunca bir süre (1913'e kadar) kısmen hazine tahvilleri ve değerli maden karşılığı olan veya olmayan ihraçlardan, hazine tarafından ihraç edilen banknotlardan (örneğin dolar), kısmen de bankacılık piyasasındaki görece büyük ve ağırları kuvvetli bankaların yükümlülük ihraçlarından ve özel sektörde ihraç edilen kambiyo senetlerinden oluşmuşlardır. Böyle bir parasal düzen içerisinde dahi Kindleberger (2008, s. 238) arkası yeşil banknotları yeniden bastığı dönemler hariç hazinenin para yaratamadığını ifade etmiş, bunun sebebi olarak da ihraç edilen hazine tahvillerinin nakit ve madeni paraları dolaşımdan çekmesini göstermiştir. Böylece hazinenin harcamasının para yaratıcı yönünü de vurgulamıştır.⁹

Son kredi mercii olarak merkez bankaları tarafından merkezi bir yükümlülük ihracı olarak itibari paranın ortaya çıkması, bankaların yarattıkları kredi-paraların da itibari para cinsinden yaratılmasının yasal güvenceye alınması adımıyla tamamlanmış, böylece İngiltere ve ABD başta olmak üzere ulusal para sistemleri ortaya çıkmıştır. Böylece bankalar da krediler yoluyla yarattıkları mevduatları (her ne kadar esasında kendi yükümlülük ihraçları olsa da) itibari para birimi cinsinden yaratmaya başlamışlardır. Ortak eşdeğerin en güvenilir ve iflas etmez bir yükümlülük ihraççısı olarak oluşması ve ortaya çıkması kredi paraya¹⁰ değer saklama işlevini de kazandırmıştır (Akçay, 2009, s. 91). Bugün anaakım iktisat yazınında gömülü bilgi ve tarihsellik üstü olarak varsayılan bir teorik temel önerme olarak kabul edilen “paranın fonksiyonlarının” hikayesi görebileceğimiz üzere esasında tarihsel bir insanın, bir oluşumun hikayesidir.

Parasal sistemin devletlerin yasal paraları temelinde bütünleşmesi, bankalar kanalıyla üretilen kredi-paraları (yaratımını) desteklemesi ve çeşitli türden değer biçimlerinin birbirlerine konvertible hale getirilmesini kolaylaştırabilecek çeşitli tarihsel düzenlemeler daha sonra

⁹ Bu noktada devletin harcamak için vergi gelirlerine ihtiyaç duymadığını ve devletin para yaratarak yaptığı harcamanın parasal genişlemenin temeli olduğunu belirten devlet-para yaklaşımına referans vermekte fayda vardır, bkz. Wray (2014), Bell (2001) ve Knapp (1924).

¹⁰ Burada kredi-para tabirini bankanın kredi yarattığında hemen mevduatı da karşılığında yaratması olarak belirttiğimi söylemiş olayım. Burada bankanın kendi yükümlülüğü olarak mudiye yarattığı krediyi kendi yükümlülüğü olarak mudinin hesabına geçmesi kastedilmektedir. 19. Yüzyılda bankalar bu yükümlülüklerini kendi banknotları cinsinden ihraç etmekteydiler. Bugünlere gelen tarihsel süreçte bankaların yükümlülükleri olarak kendi banknotlarını yaratma/ihraç etme yetkileri ellerinden alınmıştır. Böylece banknot yaratma yetkisi itibari para olarak merkez bankasının kendi yükümlülük ihracı cinsinden olmak üzere merkez bankasına devredilmiştir. Bankalar böylece krediyi ve karşılığındaki mevduatı karlı buldukları sürece yaratabilmekte fakat gereğinde mudiye rezerv (itibari) parayı temin etmekle yükümlü olmaktadır. Bu noktaya kısaca da olsa ileride tekrar döneceğim.

sistemin ihtiyaç duyduğu ölçüde gündeme gelmiştir. Altın standardı ve Bretton-Woods düzenlemeleri tarihsel olarak ortaya çıkmış bu tarz parasal düzenleme rejimleri olarak görülebilir. “Son kredi mercii olarak merkez bankacılığı” finansal sistem dönüştükçe daha acil olarak gündeme gelmiş ve buna uygun araçlar geliştirilmiştir. Bu dönüşümün dinamizmi merkez bankalarının ve merkez bankacılığı düşüncesinin aynen bugün de olduğu gibi iç dönüşümlerini gündeme getirmiştir.

Bagehot’un çıkardığı sonucu Fischer (1999, s. 86) şöyle özetlemektedir: bu (merkez bankacılığı denilen) zanaatı icra ederken bir “merkez bankası” nihai “borcun” yasal yaratıcısı olmalı ama bunu yaparken cezai bir faiz uygulayarak ihtiyatlı davranmalıdır.¹¹ Zira ekonomi genelindeki para yaratımının içerdiği esnekliğe müdahale etmek gerekliliği Bagehot tarafından merkez bankalarının temel görevlerinden biri olarak tanımlanmıştır (Bagehot, 1873, s. 201). Bir merkez bankasının sınırsız rezerv (yükümlülük ihracı) yaratımına dayanacak bir bankacılık sistemi, riskli ve spekülasyon yatırımların artışına ve dolayısıyla paranın değerinin garantisi için tesis edilmesi gereken güvenin sarsılmasına yol açabilme riskini her zaman barındırmaktadır. Bu açıdan paranın değerinin istikrarı açısından ilk görevlerden birinin “güven tesisi” olduğu açıktır. Güvenin tesisi anaakım iktisatçıların da üzerinde çok durduğu ve burada da açıklamaya çalıştığımız üzere sermaye birikiminin koşullarına bağlı bir meseledir. Sermaye birikiminin istikrarı paranın iç ve dış değerinin korunmasını gerektirmektedir.¹² Dolayısıyla mesele ulusal ve uluslararası boyutlar içermektedir. Paranın dış değerini korumak açısından uluslararası evrensel ödeme aracı olarak altını kabul eden altın standardı döneminden bahsedebiliriz. Altın standardı dönemi bugün bildiğimiz anlamda merkez bankacılığının henüz tam biçimlenmediği bir dönemdir. 1913 sonrası Fed’in sınırlarını çizdiği merkez bankacılığı, bugüne birçok evreden geçerek vücuda gelse de ilk düzenlenmiş merkez bankacılığı örneğidir diyebiliriz.

Merkezi olarak düzenlenen ve doğası gereği esnek olan ve bu bağlamda yine çeşitli araçlarla müdahale edilmesi gereken geniş bir kredi sisteminin varlığı ilk merkez bankalarının temel meseleleriydi. Meltzer’e göre (2003, s. 1) Federal Rezerve 1913 yılında kurulurken finansal istikrarsızlığı azaltmak, finansal işlemlerin “kalitesini geliştirmek” ve ödemeler sistemini

¹¹ Bu noktada borç kelimesi bilerek kullanılmıştır, çünkü merkez bankası adı üzerinde “yükümlülük” ihraç etmektedir. İtibari para kökeninde genel olarak kamunun veya devletin, özel olarak da merkez bankasının “borcudur”.

¹² Bu Braun’un da (2016) belirttiği gibi (hatalı veya yanlış) içeriğinden bağımsız olarak ortodoks kabulleri besleyen bir diskur inşası biçimini de almaktadır. Merkez bankaları ilk ortaya çıktıkları dönemlerde ihraç ettikleri paranın değerine istikrar kazandırmak için güven tesisine önem vermişlerdir. Güven tesisi ise döneme özgü kurumsal çerçeve içerisinde gerekli kurumların inşasını gerektirir, bu durum sırasıyla 1914’e kadar altın standardı ile sağlanırken, Bretton Woods düzenlemeleri döneminde dolar-altın standardı ve IMF gibi merkez bankaları arasında uluslararası istikrarı sağlamaya çalışan sabit döviz kuru sistemi ile gideriliyordu diyebiliriz.

“güçlendirmek” gibi amaçlara sahiptir. ABD dahil kurulan öncü diğer merkez bankaları, 20. yüzyılın ilk çeyreğinde dahi özel kuruluşlara ait kurumlar olmakla birlikte, güçlü ve desteklenen bir para birimi yoluyla iç ve dış ödemeler sistemini nihai kredi mercii rolüyle sürdürülebilir hale getirmekle ilgililerdi. Özellikle finansal krizler esnasında kritik olan bu ihtiyaç büyük bankalar ve finansal kurumların tarihsel ihtiyaçlarına denk düşüyordu. Hatta Federal Reserve Yasasına baktığımızda, diye ifade eder Hetzel (2023, s. 29), bölgesel rezerv bankalarının (Fed’in 12 bölgesel bankasının) ticari işlemlerde yaratılan kambiyo senetlerini satın alabileceğini (ve karşılığında para yaratabileceğini veya bu senetleri itibari paraya dönüştürebileceğini) ve böylece Fed’in ticari-sınai hayatın ihtiyaçlarına göre gereksinim duyulan kredi genişlemesine cevap verebilecek araçlarla donatıldığını görebiliriz. Bu da o dönem genişleyebilen ve daralabilen elastik-esnek bir para birimi ve parasal sistem üzerine bir konsensüsün olduğuna işaret eder. Bu bir diğer ifadeyle şu demektir: bankacılık sistemi de Fed’in düzenleme alanında kredi-yaratmaktadır ve bu kredi-parayı yasal olarak kabul edilen, yani ulusal, itibari para birimi cinsinden yaratacaktır. Öte yandan bu durum Federal Reserve sisteminin kuruluşu süresince (iç içe geçmiş) para ve menkul kıymet piyasalarında gerçekleşebilecek olan spekülasyonu engelleme görevini de gündeme getirmiştir. Çünkü genişlemenin finans piyasalarına dönük spekülatif bir karakter kazanabileceği veya “enflasyon yaratabileceği” durumlar söz konusu olabilecektir. Dolayısıyla merkez bankacılığı bir tür spekülatif kredi-para yaratımını kontrol altına alabilecek veya etkileyebilecek araçları da geliştirmekle sorumlu olacaktır. 1929 krizi sonrası kurumsal düzenleme ve merkez bankacılığı böyle bir ihtiyacın ürünü gibi durmaktadır.

Federal Reserve ve dönemin diğer merkez bankalarının sonrasında önem verdikleri ikinci problem de değer biçimi olarak itibari paranın değerine istikrar kazandıracak müdahaleleri gerçekleştirmek olmuştur. Sermaye birikimi açısından bir gereklilik olarak itibari para cinsinden değer biçiminin istikrarı, merkez bankacılığının ortaya çıkış koşulları gereği bankacılık sistemi ve onunla ilişkili olarak (özellikle 1907 çöküşü ve hatta 1929 krizi gibi) finansal sistemin çöküşlerini önlemek adına tartışmaların odağındaki bir konu olarak görülmüştür.¹³ Bretton Woods dönemi ve sonrasındaki merkez bankacılığı devletlerin itibari paralarının değerinin merkeziliğinde biçimlenmiştir tespitini yapmak yerinde olacaktır. 1980’lerin ardından finansal sistemin köklü dönüşümü sonrasında dahi bu anlayış bir süre daha sarsılmayacaktır. Ancak, 2008 Finansal Krizi sonrasındaki müdahaleler, bu makalenin de

¹³ Burada “değer biçimi” kavramının Marx’a referansla kullanıldığını özellikle belirtelim (Marx, 2020:60).

iddiası olduğu üzere salt itibari paranın değerinin istikrarına odaklı anlayıştaki kritik dönüşümü de gösterecektir.

Ulusal paraların birbirleri cinsinden görelî değerlerinin istikrarı uluslararası ticaret ve dolayısıyla uluslararası birikim açısından kritiktir. Bu bağlamda altın standardı ve Bretton Woods düzenlemeleri, ulusal para birimlerinin istikrarlı değerlerden birbirlerine dönüşümünü sağlamak için hayata geçirilen uluslararası kurumsal çerçeveyi oluşturmuş, merkez bankalarının ulusal para birimleri aracılığıyla ulusal sınırlar içerisindeki istikrara dair politikalarının da sınırlarını belirlemişlerdir. Merkez bankacılığının oluşumu ve sonrasındaki Bretton Woods dönemi bir anlamda yaratılmış nihai yükümlülük ihraçları olarak ulusal sınırlar içerisindeki devlet paralarının (itibari paraların) ulusal birikime istikrar kazandırmak açısından daha da güçlendirilmeleri neticesini doğurmuştur. Böylece itibari para olgusu merkez bankalarının üzerine politik araçlarını inşa ettikleri temel “istikrarlı” değer biçimi olmuştur.¹⁴ Bir diğer ifadeyle itibari para olgusu Keynesyen dönemin finansal riskleri absorbe eden devletlerin ve uluslararası sistemin içkin bir parçası olarak inşa edilmiştir. Böylece itibari para, para politikalarının temel değişkeni olarak ortaya çıkmıştır ve 2008 Küresel Finansal Kriz’e kadar bu statüsünü sürdürmüştür.

Bretton Woods döneminde doların değerini altına sabitleyerek (1 ons altın = 35 dolar) hem uluslararası ticaretin istikrarı hedeflenmiş hem de ulusal sınırlar içerisinde son kredi mercii rolünün uygulanması söz konusu olmuştur. Ulusal paraların istikrarının bir ayağını finansal piyasalara dair ulusal ve uluslararası makro ihtiyati düzenlemeler oluştururken, diğer ayağını da ulusal itibari paraların dolar ve altınla olan bağları oluşturmuştur (Eichengreen, 2021).¹⁵ Daha detaylıca ifade edersek her ulus-devlet kendi düzenleyici kurumları aracılığıyla sermaye kontrolleri uygulama konusunda serbest hale gelmiştir. ABD yönetimi ayrıca 1933 Glass-Steagall Act ile ticari bankacılık ve yatırım bankacılığını birbirinden ayırmış, böylece finansal işlemlerdeki ve reel yatırımlardaki kredi yaratım süreçlerini birbirinden ayırarak bir anlamda spekülâtif ve reel kredi genişlemesi arasında bir ayrıma gitmiş, böylece spekülâtif olarak kodladığı finansal alanın dalgalanmalarını kontrol altına alacak düzenlemeleri devreye

¹⁴ Bretton Woods öncesinde fakat 1929 uzun krizi sonrasında 1933 (Glass-Steagall Act) ve 1935 Bankacılık Yasalarının (The Banking Acts of 1933 ve 1935) çıkmasıyla Federal Reserve sistemi içerisinde parasal yaratım ve politika belirleme gücü yerel Federal Rezerv bankalarından Fed guvernörler kuruluna geçmiştir (Bordo, 2007). Ayrıca yine bu yasalarla FOMC (Federal Open Market Committee) kurulmuştur.

¹⁵ Bu noktada Eichengreen’in de (2021) belirttiği gibi Fed ve diğer geç kapitalistleşen ülke merkez bankalarının hareket alanları ve parasal politikaya dair kabiliyetleri farklılıklar içermektedir ancak bu mesele buradaki tartışma açısından tali bir içerik taşımaktadır. Her durumda ulusal-itibari paranın istikrarı kanalıyla hem meta fiyatları hem de finansal varlık fiyatları açısından istikrar bütün merkez bankaları için esas görünmektedir. Burada meseleyi Fed merkezli anlatmamız meselenin daha anlaşılır olması bakımından bir tercihtir.

sokmaya başlamıştır. Savaş sonrası dönemin kurumsal olarak uluslararası boyutta ortaya konulan Bretton Woods düzenlemeleri daha önce de belirttiğimiz gibi doların değerini altına sabitlemiş, diğer para birimlerini de dolara karşı sabitlemiştir. Böylece itibari paraların dış değerlerine dair bir çıpa oluşturulmuş, ayrıca dönemin düzenleme rejimi aracılığıyla varlık fiyatlarında da belirli bir kontrol sağlanmıştır. Bunun yanında meta fiyatlarına dair merkez bankaları ve hazinenin beraberce alanlarına giren bir düzenleme araçları silsilesi de söz konusu olmuştur. Bu makalenin sınırlarını aşma riskini göze alarak kısaca belirtmekte fayda vardır ki dönemin politik mücadele ortamından bağımsız bir politik araçlar düzeneğinden bahsetmek mümkün değildir. Ancak buradaki vurgu itibari paralar üzerinden araç geliştirmenin dönemin kurumsal ortamının önemli bir unsuru olduğudur.

Düzenlemeler silsilesinin bir diğer ayağını da *the Employment Act of 1946* oluşturmaktadır. Bu anlaşmaya göre hükümet maksimum istihdam, üretim ve satın alma gücünü oluşturmakla yükümlü olmuştur. Bu durum maliye politikalarının politika tasarımında ağırlık kazanmasıyla birlikte Fed ve para politikasının rolünün azalması anlamına gelmekteydi. Mehrling (2010, s. 50) *the Employment Act*'in bu yeni amaçlara ulaşmak konusunda parasal otoriteye etkin bir rol biçmediğini ifade etmekle birlikte Fed'in rolünün hükümet borcunun fiyatını (hazine tahvillerinin fiyatını) yasa geçtikten sonraki beş yıl süresince sabitlemekle sınırlandığını vurgulamaktadır. Mehrling daha sonra Fed içerisindeki hazırlığın “normale dönmek” olduğunu söylemekle birlikte 1951 yılında yasal kısıtın kalkmasıyla Fed'in para piyasasını “yeniden inşa etmeye” başladığını ifade etmiştir.¹⁶ Savaş dönemi ve hemen sonrasındaki birkaç yıl için para piyasalarında devlet borçlanma kâğıtlarının ağırlıkta olduğunu ve Fed'in bu kanalla varlık piyasalarında “ilkel” bir piyasa yapıcı olarak yer almaya başladığını bu dönem özelinde söyleyebiliriz. Bu dönem, Fed'in uzun dönem ve kısa dönem faizler arasındaki ilişkiyi düzenlemek için kamunun borçlanma senetlerine müdahale ettiği ve uzun ve kısa dönem faizlerdeki tutarsızlığı ve tahvil fiyatlarındaki dalgalanmaları önleyen bir aktör olarak kendisini ortaya koyduğunu da ifade etmemiz gerekir (Eichengreen ve Garber, 1991, ss. 181–85). Mehrling'in ifadesiyle (2011, Bölüm 3) 1951'de Fed başkanı olan William McChesney Martin, bu yeni dönemi savaş zamanı uygulanan tahvil fiyatlarını stabilize etme zorunluluğundan bir kurtuluş anlamında “olması gereken” bir para piyasasının¹⁷ biçimlendirilmeye çalışıldığı bir periyot olarak sunmuştur. Meltzer (2011) 1950'lerden sonraki FOMC toplantı tutanaklarına

¹⁶ Fed'in savaş döneminde uygulanan politikaların bir parçası olarak hükümet borcunun savaş nedeniyle artmasıyla birlikte ihraç ettiği tahvil fiyatlarını belirli bir aralıkta tutma görevini ifa ettiğini söyleyebiliriz. Böylece uzun dönem faiz oranları da belirli seviyelerde tutulabilmiştir.

¹⁷ Bugün için bu piyasayı genel olarak bankalararası piyasanın oluşturduğunu ifade edebiliriz.

göre politika hedeflerinin tutturulması amacıyla bankalarda rezerv fazlası oluşturulması politikasının ve bu rezerv fazlalarının kullanılma biçiminin de sorgulamaya başlandığını ifade etmektedir.

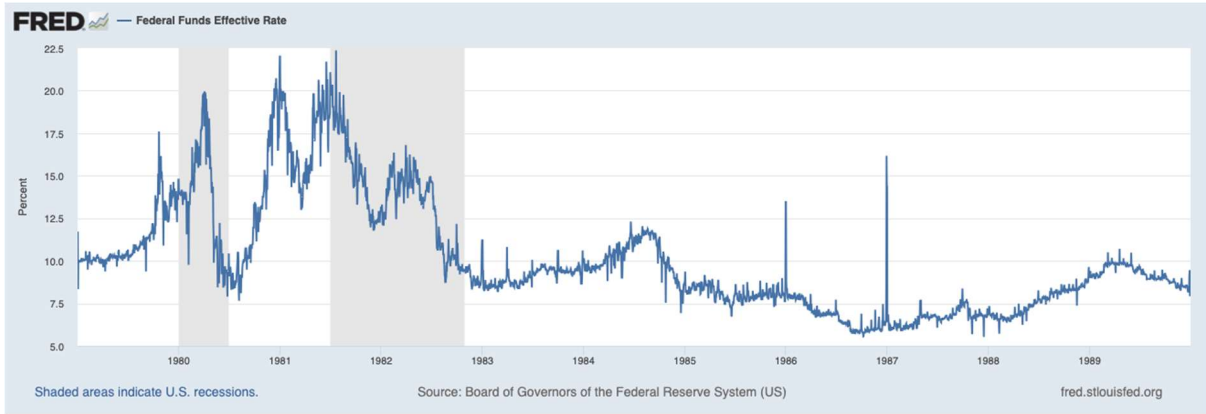
Reel senetler doktrini (real bills doctrine), ticari kredi teorisi (commercial loan theory) gibi teorilerle Fed'in para politikasına yaklaşımı uzun bir süreçte biçimlenmiştir. Bu biçimlenme 1929'lara kadar kendisini gösterse de savaş sonrasında, özellikle de 1951 sonrasında spekülasyon karakterli bir kredi-para yaratım mekanizmasının önüne geçmek Fed'in temel hedefi gibi durmaktadır. Dolayısıyla devletlerin ihraç ettikleri itibari paraların istikrarı ekonominin “gerçek temellerini” (fundamentals) teşkil eden (reel) sınıai meta üretiminin istikrarıyla doğrudan bağlantılı olarak düşünülmüştür: kitlesel bir reel-sınıai üretim, diğer finansal varlıklar karşısında değeri (daha) istikrarlı bir itibari paraya dayanmak durumundadır. Özgöde (2022) 1970'lerin Büyük Enflasyon (the Great Inflation) dönemine kadar son kredi mercii rolünün önemli olduğunu, ancak bu rolün esasını biçimlendiren unsurun anti-spekülasyon bir kredi genişlemesinin oluşturduğunu ve bu görüşün Fed içerisinde 1980'lere kadar hakim olduğunu ifade etmektedir. Fed içerisinde özcü parasalcılar (monetary substantivists) başlığında topladığı yaklaşımın temsilcileri ise Volcker sonrası dönemde etkisini yitirmiş ve yerini sistemik riskin azaltılmasına dönük yaklaşımları ön plana alan biçimci parasalcılar (monetary formalists) almıştır. Genelde neoliberal dönem diye ifade edilen ve devamındaki Washington uzlaşısı döneminin özelliği olarak para politikası yapımcılarının istikrarsızlık olgusunu finansal sektörün ötesinde algılamaya başlamalarından bahsedilebilir. Özgöde'nin de (2022) belirttiği üzere Fed içerisindeki bu grubun özelliği *sistemik risk* diye tanımladıkları, spekülasyon ve reel olana dair ayırımın ötesinde gerçekleşen, varlıkların niteliklerine dair bu ikili ayırımın silikleştiği bir noktada vuku bulan, sermaye birikiminin geneline dair bir değer çöküşüne yol açacak bir “domino etkisini” engellemeye ve bu tarz bir kırılganlığa dönük müdahale araçları geliştirmeye çalışmalarıdır.¹⁸ Fed içerisinde hakim olmaya başlayan biçimciler diye ifade ettiği bu anlayış finansal sistemin karmaşıklığına ve finansal ilişkiler aracılığıyla birbirlerine sıkıca bağlı ekonomik aktörlerin varlığına vurgu yapmakta, ve bu bağlamda “domino etkisi” veya “bulaşma etkisi” gibi kavramsallaştırmalara başvurumaktadırlar. Bu yaklaşımın temsilcilerine göre Fed son likidite

¹⁸ Minsky'nin çalışmalarıyla bu grubu etkilediğini belirtmekte fayda vardır. *Commission on Monetary and Credit* isimli bir kuruluş çatısı altında 1957 yılından sonra çalışma yürüten bu grup daha sonra etkinliğini artıracaktır. Minsky'nin merkez bankasına biçtiği görev finansal sistemin bir bütün olarak istikrarı açısından bir son kredi mercii rolüdür. 1966 kredi daralması üzerine yazdıkları bu doğrultuda olmakla birlikte mantık olarak gerçek senetler doktrini ve türevlerinden bir kopuşu temsil eder (bkz. Minsky 2008:97-106). Ancak finansal inovasyonlardan kaynaklı kırılganlıkların artması riskine karşı da ekonomik olarak büyük bir devlet ve onun düzenlemelerine ihtiyaç duyulacaktır (H. Minsky, 2008, ss. 22-41).

merci rolünü icra ederken potansiyel bir “domino etkisini” hesaba katarak sistemik riski düşürmelidir. İtibari para bu sefer sadece meta fiyatlarının değil, ayrıca dalgalanmaya bırakılan ve serbestleştirilen varlık fiyatlarının istikrarı için de yönetilmesi gereken önemli bir parasal-finansal araç haline gelmiştir. Bretton Woods sonrası itibari paranın istikrarıyla koşullanan kurumsal düzenin erimeye başlaması karşısında merkez bankacılığı yeni sorunlarla karşı karşıya kalacak ve uzun bir evrim sürecinden geçecektir. Böylece halen söylem düzeyinde belli ölçülerde önemli addetseler de merkez bankalarının spekülâtif olan ile reel olan arasındaki ayrıma dair kavrayışları sistemik riskin ve buna dair analitik araçlarının sürekli artmasıyla bulanıklaşmaya başlamış görünmektedir. Merkez bankası politikalarının amacı karmaşıklaşmış bir finansal sistemin üzerindeki sistemik riski düşürmek, stresi almak ve böylece sistemin ihtiyaç duyacağı likiditeyi sağlayarak finansal sistemi korumak olarak ifade edilebilir (Hendricks, Kambhu ve Mosser 2007; Konings 2016, s. 16). Bu durum sermaye birikimine dair “reel” ile spekülâtif unsurların finans merkezli olarak iç içe geçmiş olduğunun örtük bir kabulü olarak da görülebilir.

1979 Volcker şoku öncesinde Fed öncülüğünde diğer merkez bankalarının politikaları dönemin kurumsal düzeninin bir parçası olarak itibari paraların istikrarı üzerine inşa edilmiştir diye ifade etmiştik. Ancak bu istikrar arayışı biraz da parasalcılığın etkisiyle Fed’in rezervlerin büyümesini kontrol ederek geniş para arzını kontrol edebileceğini düşündürmüştür. Volcker kendi ifadesiyle mekanik bir rezerv kontrolünden ziyade kısa dönemli faizi de yer yer hedefleyen hibrit bir müdahale biçimini devreye sokmak istemiştir (FOMC, 1979). Ancak bunun sonucunda kısa dönemli faiz oranları hem artış göstermiş hem de aylık bazda bakıldığında volatil bir seyir izlemiştir (bkz. Şekil 2). Bununla birlikte parasal büyüklükleri hedeflemekten 1982 yılında tamamen vazgeçilmiştir (Tymoigne, 2009). 1979-82 arası dönemin Volcker yönetimindeki Fed’inin (efektif) faiz oranlarında sert bir artışa giderek geniş para arzını kontrol etmeye yönelmesinin sonucu geniş bir durgunluk ve işsizlik olmuştur (Levy, 2021, 19. Bölüm). 1970’lerin ikinci yarısı ve 1980’lerin ortalarına kadar itibari paranın değerine rezerv para maliyeti (politika faizi) yoluyla istikrar kazandırma ve enflasyonu düşürme stratejisi birçok merkez bankası tarafından da denenmiş fakat bu denemeler pek de uzun ömürlü olmamıştır. Sonrasındaki tarihsel dönemin gelişmeleri hem farklı döviz kurlarının hem de varlık ve meta fiyatlarının itibari para cinsinden istikrarını merkez bankaları açısından sorun haline getirmiştir.

Şekil 2. Efektif Fed Funds Oranı (Ocak 1979 – Aralık 1989)



Kaynak: fred.stlouisfed.org

Finansal sistem özellikle Bretton Woods sonrasında kesintisiz bir şekilde finansal inovasyonlarla ve uluslararasılaşan bir karakter göstererek evrilmiş ve böylece itibari paranın istikrarı salt merkez bankalarına kalan bir görev haline gelmiştir. Merkez bankalarının itibari (rezerv) parayı yaratmaları paranın değerinin istikrarının tek başına garantisi olamamaktadır. Böylece Bretton Woods düzenlemelerinin ortadan kalkması, itibari paralarının istikrarına dönük yeni araçların geliştirilmesi gibi sermaye birikimi açısından son derece önemli bir görevi merkez bankalarının sırtına yüklemiştir. Paranın dış değerine dair çıpanın ortadan kalkması içerideki değerinin de korunmasını zorlaştırmıştır. İtibari paranın özellikle “içeride” stabil bir değer köprüsü görevini icra etmesi merkez bankası bağımsızlığını teknokratik, bir diğer ifadeyle “nötr-bilimsel” ve teknik bir süreç olarak düşünmenin yolunu da döşemiştir (Akçay, 2009, s. 164; Marcussen, 2009). Uluslararası birikim ölçeğinde yerleşik değer çıparlarının yok olduğu ve düzenlemelerin geri çekildiği bir dönemde kurların istikrarına dair piyasa içi tekil çözümler bir finansal inovasyon patlamasının önünü açmıştır.¹⁹ Bir diğer ifadeyle merkez bankaları açısından sorun bu yeni finansal mimari gelişirken (finansal-varlıkların veya nihai tüketiciye dönük metaların) değer istikrarı açısından eski araçların yanında yeni araçlar geliştirme gerekliliğinin kendini dayatmasıdır diyebiliriz. Bu anlamda merkez bankacılığı, anaakım ders kitaplarındaki biçimiyle ele alınışının ötesinde sürekli inovatif bir ortamda gerçekleşen dinamik bir aktivite, bir zanaat icrası olarak kavranmalıdır. Ralph Hawtrey (1930) bu gelişmeye açık tarihsel müdahale potansiyelini “merkez bankacılığı sanatı” olarak

¹⁹ Bu konuda türev finansal ürünlerin ortaya çıkması ve bu piyasaların büyümesi önemli bir örnektir, bkz. Bryan ve Rafferty (2006).

tanımlarken yaptığı vurgu oldukça kritiktir ve merkez bankacılığı tartışılırken zihnimizin bir köşesinde sürekli durmalıdır.

Finansal istikrar veya enflasyon, veya bir diğer ifadeyle finansal varlık ve meta fiyatlarının istikrarı itibari paranın değerinin istikrarı dolayımında kavranmış ve araç çeşitliliği de devlet paraları üzerine inşa edilmiştir. Bretton Woods döneminde kısa vadeli (politika) faizi ve bankacılık sistemini etkilemeye yarayan ABD'deki "Regulation Q" uygulaması gibi bir dizi makro ihtiyati araç istikrar açısından baskınken, 1980 sonrası Bretton Woods'un çöküşünün ardından kısa vadeli faiz oranı neredeyse nihai merkezi para politikası aracı olarak kabul edilmeye başlanmıştır. Bu noktada Cömert (2016) buradaki tezle tutarlı bir şekilde sabit döviz kuru ve kontrol edilen sermaye hareketlerinin merkez bankasının ulusal politika tasarımındaki hegemonyasını ve kontrolünü artırdığını ifade ederken, Bretton Woods düzeni sonrasında politika faizinin varlık fiyatları üzerindeki ve hatta uzun dönemli faizler üzerindeki etkisini giderek yitirmeye başladığını ifade etmektedir (Özgür, 2008, s. 70). Aslına bakılırsa Bernanke de (2020) daha sonra bahsedeceğimiz üzere miktarsal genişleme (quantitative easing) politikalarının bu noktada devreye girdiğini vurgulamaktadır.

Bir diğer yandan geç kapitalistleşen ülkelerin kambiyo rejimleri 1980'li yıllar boyunca dışa kapalı kalmaya devam etmiş ve 1990'lara doğru serbestleşme yönünde adımlar atılmıştır. Böylece erken kapitalistleşen ülkelerle birlikte geç kapitalistleşen ülkelerin para birimleri de uluslararası piyasalarda görece değerlenmeye maruz kalmış ve itibari para üzerinden oluşturulan "istikrar" koşulları bu ülkeler açısından da dönüşüme uğramaya başlamıştır diyebiliriz.²⁰ 2000'lere doğru geç kapitalistleşen ülkelerin uygulamaya devam ettikleri sabit kur rejimleri giderek terk edilecektir. Uluslararasılaşan kapitalist birikim birçok farklı sermaye döngüsünü uluslararası birikimin konusu haline getirdikçe merkez bankalarının itibari paralar üzerinden inşa ettikleri politikalar da ister istemez dönüşüme uğrayacaktır. Fed bu anlamda içinde bulunduğu finansal ortamın farklı olması (daha çok da merkezinde olması ve bir anlamda daha sonra bahsedeceğimiz gibi dünyanın son kredi mercii rolünde olması) sebebiyle farklı dinamikler içinde hareket etse de doların istikrarı açısından öncü birtakım dönüşümlere önderlik etmek durumunda kalmıştır.

Bu noktada önemli bir gelişme de neoliberal dönemin amentüsü olarak karşımıza çıkacak olan merkez bankası bağımsızlığı, bir diğer ifadeyle hazine ve merkez bankasının görevlerinin net

²⁰ Bu dönüşümü Türkiye'deki merkez bankacılığı açısından anaakım bir yaklaşımla yorumlayan Çufadar'a (2023) bakılabilir. Bu konuda 2008 krizi sonrası TCMB'nin para politikalarındaki araçların çeşitlenmesine dair içeriden bir bakış için bkz. Kara (2012) ve Başçı and Kara (2011).

olarak birbirinden ayrılması olmuştur. Böylece itibari paranın iç (meta ve varlık) ve (farklı döviz kurları cinsinden) dış değerini korumak merkez bankasının bağımsız politika hedefi haline gelmiştir. Bu durumun hazineye (gönüllü) bir finansman kısıtı getirmesinin yanında merkez bankasının da faizler yoluyla kredi daralmasına (veya genişlemesine) dönük politikalar geliştirmesinin yolunu açmıştır. Buradaki çalışmanın kısmen kapsamı dışında kalabilir ancak bu durumun sınıfsal bir anlamı olduğunu da ifade etmek gerekir. Para yönetiminin kamusal politik iradeden bağımsızlaşmasını temsil eden bu gelişmeler enflasyonu engellemenin ve bu vesileyle itibari paranın iç değerini stabil tutmanın yükünü emekçi sınıfların omuzlarına yıkmak anlamına gelmiştir (Akçay, 2009). Taylor kuralı içerisinde kendine yer bulan doğal işsizlik oranının enflasyon hedeflemesinde çıpa olarak kullanılması da bunun bir diğer ifadesi olarak yorumlanabilir.²¹ İktisadın ve merkez bankacılığının teknik diliyle nötrleşen “enflasyonla mücadele araçları” böylece bir doğa yasası gibi geniş emekçi kesimlerin talebi, gelirleri ve çalışma koşullarıyla ilişkilendirilmiştir.

Eichengreen (2021) böyle bir ortamda Bretton Woods düzeninde kur oranlarındaki sabit (dolar-altın) çıpanın ortadan kalkmasıyla birlikte yeni çıpanın enflasyon hedeflemesi olarak ortaya çıktığını iddia etmektedir. Ona göre uluslararası anlamda sabitlenen döviz kurları çıpasının yok olmasıyla merkez bankaları artık paranın değerini (daha ziyade iç değerini) istikrarlandırmaya odaklanmışlardır, bunu da enflasyon hedeflemesi ile yapmaya çalışmışlardır. Eichengreen (2021) geniş bir uygulama alanı bulan enflasyon hedeflemesi politikasının yeni bir kur çıpası (anchor) olduğunu ifade etmiştir. Bir diğer ifadeyle uluslararası enflasyon farklarını sabitleyecek veya istikrarlandıracak olan bu politika bileşeninin küresel düzeyde uygulama alanı bulması kurların da birbirlerine karşı istikrarının temeli olarak kabul edilmiştir. Bu bakımdan enflasyon hedeflemesi Bretton Woods sonrası dönemin en önemli politika bileşeni haline gelmiştir ve merkez bankacılarının düşünüş tarzlarını biçimlendirmiştir.²²

²¹ Bu noktada hemen belirtmekte fayda var ki genel olarak parasal genişlemenin veya emekçilerin gelirlerine dönük her “genişlemenin” kendiliğinden enflasyon yaratacağı anaakım iktisatçılarca sorgulanmaksızın doğru kabul edilen bir teorik varsayımdır. Bunu kısmen performatif etkisi olan bir diskur olarak kabul etmek gerekir. Dışsal olarak artan bir para arzını enflasyonun temel sebebi olarak gören miktar teorisinin içsel para yaklaşımı perspektifinden bir eleştirisi için bkz. Smithin (2018, ss. 141–144). Ayrıca anaakım iktisadi bakışa dayanan ortodoks para politikalarının eleştirel bir okuması için bkz. Rochon ve Setterfield (2008), para arzının içsellliğini ortaya koyan ampirik bir çalışma için ise bkz. Deleidi ve Fontana (2019). İçsel ve dışsal para yaklaşımlarını değerlendirmek bağlamında küresel kriz sonrası için geniş bir literatür haritalaması yapan bir çalışma için de bkz. Fontana, Realfonzo, ve Passarella (2020).

²² ABD ve diğer erken kapitalistleşen ülkeler enflasyon hedeflemesini daha erken benimsemiş olmalarına rağmen, geç kapitalistleşen ülkelerin ciddi bir kısmı kambiyo rejimlerini serbestleştirdikten sonra dahi 1990’lar boyunca sabit kur rejimini uygulamayı sürdürmüşlerdir. Bu ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçmeleri 2000’li yılları bulmuştur.

Genel bir uygulama kılavuzu gibi işlev gören enflasyon hedeflemesini öngören Taylor kuralı GSYH açığını (potansiyel ve gerçekleşen arasındaki fark) ve beklenen ve gerçekleşen (meta) enflasyonu(nu) gözeterek kısa dönemli faiz oranını belirlemeyi/tespit etmeyi öneren bir politik çerçeve olarak dolayimli bir biçimde merkez bankalarının kredi-para yaratımına müdahalelerinin teorik bağlamını oluşturmuştur. Söylemi itibariyle yaygın olarak kabul edilen bu yaklaşım para ve metaller arasında doğrudan bir görelî fiyat ayarlamasına gitmeyi öngörmüştür. Aynı zamanda 1990'lar boyunca süregelen Greenspan yönetimindeki Fed politikalarını da hesaba kattığımızda, meşhur dot.com balonu olarak bilinen süreçte varlık fiyatlarının, devletçe enjekte edilen likiditeyle (state-injected liquidity) desteklenen kredi-para yaratımı kanalıyla desteklenerek artış örüntüsü gösterdiğini söyleyebiliriz.²³

Dolayısıyla bir merkez bankası olarak Fed, hem varlık fiyatlarına hem de enflasyona Taylor kuralı türevi modeller kanalıyla istikrarlı bir yön verebilmek için temel olarak politika faizi aracını kullanmıştır. Ancak finansal sistem gölge bankacılığın “gölgesi” altında yeşeren ve finansal inovasyonların patlamasıyla giderek büyüyen çeşitli türden “yükümlülük ihraçlarıyla” biçimlenirken, finansal istikrara yönünü çeviren Fed öncülüğünde merkez bankacılığı sistemin yükselen likidite ihtiyacına cevap verecek yeni araçlar üretmenin baskısı altında kalmıştır.

3. MERKEZ BANKACILIĞININ YENİ ÇELİŞKİLERİ: GÖLGE FİNANSIN GÖLGESİNDE SİSTEMİK RİSK YÜKSELİRKEN

Finansal sistemin karmaşıklaşan yapısı 2008 krizine doğru kendisini giderek daha çok hissettirmiştir. Kriz sonrasında tecrübe edilen yayılma etkisi yapılandırılmış finansın uluslararasılaşma düzeyini de göstermesi açısından çarpıcı olmuştur. Bu durum önceki bölümde bahsettiğimiz ve Özgöde'nin (2021) çalışmasında gözlemlendiği gibi sistemik risk kavrayışıyla politika tasarımına gidenlerin hem zamanla Fed içerisinde hakim olduklarını hem de finansal ilişkilerin giriftleşmesine ve karmaşıklaşmasına yaptıkları vurgu anlamında haklı olduklarını göstermiştir diyebiliriz. Ancak diğer taraftan her krizli durum sermaye döngüsünün ihtiyaçları doğrultusunda birikiminin krizine çözüm bulunmasının bir vesilesi olmaktadır. Bugün yapılandırılmış finansın mevcut düzeyini dikkate alan ve buna karşı eleştirel ve tersinden politik araçları gündeme getiren çok ciddi çözümlerin söz konusu olduğunu söylemek zordur. Bunun yanında anaakım iktisadın analiz araçlarının ve konuya bakışının da krizde olduğu açığa çıksa da çok temel bir dönüşümden geçtiğini iddia etmek imkân dahilinde değildir (Stilwell, 2019, s.

²³ Borçlanmaya dayanan bu varlık fiyatları artışı analizi için bkz. Bellofiore ve Halevi (2011), bu dönem için “Borsa Keynesçiliği” tabirini kullanan bir analiz için de bkz. Brenner (2006).

38). Bir diğer yandan finansal birikimin geldiği düzey bakımından 2008 sonrası merkez bankacılığını dönüşüme zorlayan birtakım unsurlar vardır.

Bretton Woods sonrasında sermayenin uluslararası hareketliliğinin ve bununla ilişkili olarak daha likit finansal araçların uluslararası düzeyde üretimi ve dolaşımının öne açılmıştır. Bretton Woods döneminin kendi iç krizini hem şiddetlendiren hem de ona “cevap üreten” Eurodolar piyasalarında dönemin küresel düzenlemelerinin dışında meydana gelen gelişmeler, yeni arbitraj imkanlarının ortaya çıkması ve yeni finansal inovasyonlar olarak sermayenin daha likit formlar üretmesi (ortodoks iktisadın kavramıyla daha “etkin”) anlamına gelmekteydi (Nesvetailova ve Belli 2013, ss. 56–57; Spagna 2018). Eurodolar piyasaları (veya daha sonrasının kıyıötesi –offshore- piyasaları) finansal inovasyonların yerleşik zeminini oluşturmaktaydı. Bu bakımdan birikime dair çözüm sermayenin sadece para formunda değil, diğer formlarında da küresel düzeyde serbestçe hareket edebilmesi imkanının yaratılmasıyla 1980 sonrasında döneme denk gelmiş, tek kelimeyle serbestleşme dalgası dönemin alameti farikası olmuştur. Bu dönüşüm 2008 krizine kadar tedrici bir seyir izlemiş, ancak ondan sonraki tarihsel süreçte Fed başta olmak üzere merkez bankalarının görece yeni ve radikal araçlarla yeni çelişkileri yönetmek üzere para ve daha genel olarak “finans” piyasalarına müdahale etmelerini gündeme getirmiştir.

Bernanke (2022, s. 132) genelde büyük paniklerin ve ekonomiyi tehdit eden ciddi krizlerin yaşanmadığı “70 yılı aşan sessiz dönemin ardından” Federal Reserve ve merkez bankacılığı bakımından güncel dönüşümü zorlayan koşullara dair şunu ifade ediyor: “Fakat bu uzun dönem boyunca beklenmeyen bir ölçüde küresel finans krizinin temelini hazırlayan yeni, karmaşık kırılmalıklar oluşmaya başlamıştı. Bunların arasında gölge bankacılık, toptan fonlama ve menkul kıymetleştirme hızla büyümesi yatıyordu.” 1990’lar ve 2000’ler boyunca özellikle erken kapitalistleşen ülkelerde içeride itibari paranın değerinin istikrarı adına enflasyon hedeflemesi uygulanırken, uluslararası ölçekte genişleyen ve karmaşıklaşan finansal inovasyonlarla birlikte karakterize olan finansal serbestleşme dalgası ikili bir durum yaratmıştır. İlk olarak talebi tüketici enflasyonunun kısıtlanması amacıyla kontrol etmeye çalışmışlardır. İkinci olarak ise farklı sermaye formlarını finansal inovasyonlar kanalıyla organize eden dinamik bir değer formunun ifadesi olarak gelişen finans mefhumu, geleneksel araçlarla kontrol edilmesi giderek zorlaşan ve uluslararası ölçekte büyüyen bir uzam olarak kendisini göstermeye başlamıştır. Bernanke’nin gölge bankacılık diye adlandırdığı geniş bir finansal kurumlar ağı, özel yükümlülüklerin ihraç zemini haline gelmiş ve bu varlık-değer biçimleri giderek uluslararası piyasaları domine etmeye başlamışlardır. Kurumsal yatırım

şirketleri ve hedge fonlar gibi birçok farklı ve bankacılığa benzeyen ama onların tabi oldukları regülasyonların dışında ve uluslararası ölçekte hareket eden oldukça hareketli sermaye formlarını yöneten bu kuruluşlar finansal anlamda bu inovatif varlık üretiminin kurumsal zemini olmuşlardır. Finans kapital diye de ifade edilen büyük şirketler de bünyelerinde bu tarz finansal işlemlerde uzmanlaşan kendi kurumsal yatırım şirketlerini kurmuşlardır (Bryan, Rafferty ve Wigan, 2017).²⁴ Gölge bankacılık esasen merkez bankalarının doğrudan destekledikleri bankacılık sisteminin dışında kalan ve çok geniş varlık sınıflarının üretimine zemin olan karmaşık ve uluslararası finansal kuruluşlar ağını ifade etmek için kullanılan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.

Gölge bankacılığın en kritik işlevi farklı sermaye formlarını birbirine bağlayacak düzeyde finansal varlıklar-metalar üretmesidir.²⁵ Örneğin, 2008 krizinin baş sorumlusu olarak gösterilen MBS'ler (ipoteğe dayalı menkul kıymet veya mortgage backed securities) gibi varlıklar bizzat emekçi hanehalklarının gelirleri üzerinden “yapılandırılan” finansal varlıklardır veya bir diğer ifadeyle “yükümlülük ihraçlarıdır”. Bunun gibi varlığa dayalı menkul kıymet (yükümlülük) ve kredi temerrüt takası (CDS) türü yükümlülük ihraçları da bu tür kuruluşlarca çıkarılmaktadır.²⁶ Gölge bankacılık ayrıca geleneksel bankacılıkla da iç içe geçmektedir. Bu bankalar ülke içerisinde regülasyonlara uygun hale gelmek amacıyla yer yer riskli gördükleri kredileri bilanço dışına çıkarabilmekte ve bu varlıkları özel amaçlı kuruluşlara (special purpose entities-vehicles) transfer ederek menkul kıymetleştirebilmektedirler.

Gölge bankacılık diye ifade edebileceğimiz bu geniş şemsiye için merkez bankacılığı açısından üç önemli şey söylenebilir. İlk olarak geleneksel bankacılığın yanında Bretton Woods'un çöküşünden sonra bankacılık-dışı finansal sektörün hızla büyüyerek yarattığı yükümlülük ihraçları olarak karmaşık ve yapılandırılmış finansal araçlar adeta patlama yapacak düzeyde artmıştır. Bu durum itibari para, hazine tahvilleri ve hisse senetleri gibi klasik finansal varlıkların çok ötesinde yapılandırılmış türev finansal araçların piyasaları giderek domine etmesine yol açmıştır (Bryan ve Rafferty 2011). İkinci olarak bu varlık sınıfları uluslararası bir karaktere sahiptirler ve bu ölçekteki bir birikim düzeyinde yapılandırıldıklarından ulusal ölçeğin ötesinde bir alanın büyümesi anlamına gelmektedirler. Bu bağlamda sermaye

²⁴ Bunun en bilinen örneklerinden biri Apple'ın kurmuş olduğu ve dünyanın en büyük hedge fonlarından biri olan Braeburn Capital'dır, bkz. Gilbert and Hrdlicka (2018).

²⁵ Bu finansal varlıkların meta olarak çerçevelenebileceklerine dair önemli bir tartışma için bkz. Hoca (2012), Bryan and Rafferty (2007, 2011).

²⁶ Dolayısıyla büyük sigorta şirketlerinin de bu finansal bütünleşmenin ve kırılmaleşmanın bir parçası olduğunu tekrar etmeye gerek yoktur. 2008 Küresel Finansal Krizi sonrasında dünyanın en büyük sigorta şirketlerinden AIG'ye müdahale gerekliliğinin arkasında bu tarz bir finansal sigortalamanın rolü vardır.

birikiminin geleneksel bir şekilde ulusal ve uluslararası olarak ayrıştırılagelinen sınırlarını bulanıklaştırmaktadırlar.²⁷ Üçüncü olarak ise geleneksel bankacılık faaliyetlerine nazaran girerek büyümekle birlikte geleneksel ve gölge bankacılık arasındaki sınırı da bulanıklaştıran faaliyetlerin gelişmesine yol açmışlardır (Nesvetailova, 2015, s. 443). Geleneksel bankaların dahi portföy yönetimi gibi aktivitelere girdiklerini ve hatta gölge bankacılık faaliyetleriyle birbirlerini tamamladıklarını görebilmekteyiz. Dolayısıyla kamusal para yaratımına konvertible olmayan, düzenlemelerin genel olarak dışında ve uluslararasılaşmış bir yükümlülük ihraçları patlaması merkez bankacılığı açısından farklı düzeylerde müdahaleleri gerekli kılmıştır.²⁸ Bu tarz bir finansal alanın giderek karmaşıklaşan büyümesi daha ciddi boyutlara ulaşan ve giderek de büyüyen rezerv parayla veya merkez bankası yükümlülüğünce desteklenen bir likidite artışına ihtiyaç duyacaktır. Bernanke (2022, s. 143) bu konuda şöyle demektedir:

“İskonto (reeskont) penceresinin üzerindeki damganın yanı sıra bir diğer kusuru da -Fed, finansal ortamı bankaların domine ettiği bir dönemde kurulduğu için- tüm finansal kuruluşlar arasında yalnızca bankalar tarafından kullanılmasıydı. Ancak 2007-2009 krizi, yalnızca banka dışı kuruluşlardan oluşan gölge bankacılık sistemi merkezliydi. Paniği kontrol altına almak için, bu daha geniş kapsamlı şirket veya piyasalara son borç veren kurum olarak hizmet etmemiz gerekiyordu. Bunun için Fed’in –‘olağandışı ve acil şartlar’ altında normal kredi kanalları tıkandığında- bankacılık sistemi dışında borç vermesini sağlayan Federal Reserve Yasası’nın 13(3)’üncü paragrafını yürürlüğe soktuk. Fed, kurulduğu Büyük Durgunluk döneminden bu yana 13(3) kredileri vermemişti ancak 2008’den itibaren aktif olarak kullanmaya başladık; sistemik öneme sahip şirketlerin çöküşünü engellemek amacıyla sarf edilen hükümet çabalarının bir parçası olarak gölge bankalara (örneğin yatırım bankaları) borç veriyor, toptan fonlama piyasasını destekliyor ve likidite sağlıyorduk.”

Merkez bankacılığındaki dönüşümü zorlayan ve finansal ortamda meydana gelen ikinci önemli gelişme de Bernanke’nin burada toptan fonlamanın artışı dediği meseledir. Gölge bankacılık faaliyetlerinin gelişmesi ve bu tarz yükümlülük ihraçları patlamasının bir diğer yanı girilen bu pozisyonların finanse edilmesi gerekliliğidir. Bankacılık deyimiyle bu kuruluşlar toptan fonlama kaynaklarına ihtiyaç duymuşlardır. Böylece geleneksel bankaların dışında bu sektörü

²⁷ Bernanke (2022, s. 144) bu noktada şunu ifade etmektedir: “Finansal kriz, finansal piyasalar uluslararası olduğu, ABD varlıkları dahil menkul kıymetleştirilen varlıklar ağırlıklı olarak sınırlarımız dışında tutulduğu ve bir dizi başka ülke emlak patlamaları ve çöküşleri yaşadığı için küreseldi.”

²⁸ Wigger ve Fernandez (2020) uluslararasılaşan finansal inovasyonun en önemli bağlantı noktasının kıyıötesi finansal merkezler olduğunu vurgulamaktadırlar.

“fonlayan” bir yapı da ortaya çıkmıştır.²⁹ Ancak burada fonlama merkez bankası yükümlülüğü veya garantisi altındaki varlık sınıflarının çok ötesinde özel yükümlülüklerin “teminatında” yaratılmaktadır.³⁰ Murau (2017) burada üretilen varlıklara yerinde bir isimle “gölge para” (shadow money) demektedir. Bir diğer önemli unsur da bu sistem içerisinde fonlama ihtiyacını minimuma düşüren fakat karşılığında daha çok finansal varlık üretilmesine zemin hazırlayan genel bir eğilim olarak finansal kaldıraçlamanın artmasıdır.³¹ Bu kaldıraçlamanın artışı gölge bankacılık gibi düzenlemelerden uzak bir finansal alanda devasa boyutlara ulaşmıştır (Nersisyan ve Dantas 2017, ss. 289–95). Bu da yayılma etkisini, finansal stresi veya bir diğer ifadeyle kırılğanlığı artıran temel unsurdur. 2008 krizi sonrasında dahi gerileme göstermek bir yana giderek derinleşen bu yapı Fed’in finansal istikrara daha hızlı ve geniş çapta müdahale etmesini zorunlu hale getirmektedir.³²

Bu genel olarak kaldıraçlama mekanizması sürekli birbirine bağlı ve zincirleme bir yükümlülük ihraçları veya bir diğer adıyla ödeme vaatleri zinciri şeklinde vuku bulmaktadır. Bu menkul kıymetleştirme patlaması basitçe her kuruluşun (varlık almak/varlık ticareti yapabilmek için) kendi yükümlülüğünü ihraç edebilmesine bağlıdır. Örneğin, Nersisyan ve Dantas’ın (2017, s. 290) örneğini takip edersek bir mortgage şirketi tarafından verilen bir krediyi düşünelim. Daha öncesinde bankalar tarafından yaratılan bu kredi daha sonra farklı finansal kuruluşlar tarafından zincirleme bir varlık üretimine yol açar, zemin hazırlar.³³ Mortgage şirketi önce ipotekli krediyi “yaratır”, sonrasında bu krediyi bir yatırım bankasına satar. Yatırım bankası bu kredileri havuzunda topladıktan sonra kendisinin iştiraki bir özel amaçlı kurum aracılığıyla menkul kıymetleştirir. Bu özel amaçlı kurum da bu varlıklarca desteklenen repo ve tahvil ihraç eder,

²⁹ Fonlama kelimesinin tırnak içine alınmasının sebebi aslında fonlama ihtiyacının ilgili finansal varlığın yaratılmasından sonra ortaya çıkmasıdır, daha öncesinde değil. Bu durum özünde bankacılık faaliyetlerinde de böyledir. Bankalar önce krediyi yaratır, sonra yarattığı bu kredi mevduat olarak yükümlülüğe kaydedilirken kredinin kendisi varlığa kaydedilir. Yani ortodoks para yaklaşımının aksine kredi mevduatı yaratır, tersi değil (McLeay vd., 2014). Bu açığı finanse etme ihtiyacı daha sonra ortaya çıkar. Daha sonra bu mevduat söz konusu bankanın dışına gittiği zaman bankada rezerv para olarak likidite açığı çıkar. Gölge bankacılığı icra eden kuruluşlar da esasında aynı mantıkla hareket ederler ancak geleneksel bankacılık düzenlemelerine tabi olmadıklarından dolayı elleri daha rahattır (Gabor, 2020, ss. 48-49). Bu kuruluşlar ABD’de bazı eyaletler hariç bankacılık sektörünün tabi olduğu düzenlemelere pek de maruz kalmamaktadırlar.

³⁰ Her yaratılan yükümlülük gibi karşılığında hazine veya şirket tahvilleri, varlığa veya ipoteğe dayalı çeşitli türden varlıklar teminat gösterilebilmektedir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken durum finansal sistem içerisinde toplam varlık ve yükümlülüklerin (yani bilançoların) kâr beklentileri arttığı sürece sürekli genişleyeceğidir.

³¹ Hatta kaldıraçlama, geleneksel bankacılık dahil genelde kapitalist finansal sistemin ve özelde de gölge bankacılığın temelidir diyebiliriz, bkz. Sgambati (2019).

³² IMF’nin (2023, s. 60) Küresel Finansal İstikrar Raporu’na göre 2008 küresel finansal krizi sonrasında küresel finansal varlıkların banka-dışı finansal kurumlar tarafından tutulan ve yönetilen oranı yüzde 40’tan yüzde 50’ye çıkmıştır.

³³ Bu özel kredi kuruluşları bankacılık sistemiyle iç içedir ancak bu karmaşık ilişkiyi şimdilik devre dışı bırakabiliriz.

sonrasında bu ihraç edilen repo ve tahviller de özel yatırım fonları tarafından satın alınırlar. Bu özel fonlar da kendi pozisyonlarını finanse etmek için hisse senetleri çıkarırlar. Esasında sırasıyla gerçekleşen yükümlülük ihraçları patlamasından kastettiğimiz böyle bir finansal döngüdür. Bu durum birçok açıdan gölge bankacılığı destekler. Her şeyden önce bankalarca yaratılanlar da dahil olmak üzere kredilerin bilanço dışına çıkarılması ve bunun özel finansal kuruluşlar aracılığıyla gerçekleştirilmesi daha fazla kredi yaratılabilmesinin de önünü açmaktadır. Buna yüksek düzeyde uluslararasılaşan bu finansal döngü boyunca ABD sınırları içerisinde ihraç edilenden daha fazla dolar cinsi yükümlülüğün ABD dışında ihraç edildiğini de eklersek Fed'in üzerine binen "yükü" daha iyi kavrayabiliriz. Buna dair Nersisyan ve Dantas'ın (2017, s. 294) aktardığına göre kriz sonrasında ABD dışındaki dolar cinsi yükümlülükler ABD içerisinde yaratılanlara göre daha hızlı artmıştır.

Geleneksel bankacılık sisteminin (kredilerden yaratılan) mevduat formundaki yükümlülükleri (Fed'in yükümlülük ihracı olarak) itibari paraya dönüşümün yasal garantisi altındadırlar. Fakat gölge bankacılığın yükümlülük ihraçları söz konusu olduğunda normal koşullarda bu destek veya garanti söz konusu değildir. 2008 krizi sonrasında önlemleri bu durumu fiili olarak değiştirmiş görünmektedir. Braun ve Gabor'un da (2020) haklı olarak üzerinde durdukları üzere merkez bankaları için bu durum özellikle kriz dönemlerinde rezerv para yaratılarak "desteklenmesi" gereken bir özel yükümlülükler veya türev varlıklar toplamı olarak düşünülebilir. Bunun yanında gölge bankacılık klasik sınırları aşan sermaye birikimine dair yeni bir uzamı eşzamanlı olarak inşa etmektedir (Bryan, Rafferty ve Wigan 2016). Pozsar (2014) ise yaratılan bu gölge paraların M2'nin ötesinde sadece finansal saiklerle ve varlık yaratımıyla ilişkili olarak gerçekleştiğini ve işlem saikiyle veya reel ekonominin "gerekleriyle" çok az ilişkili olduğunu söylemektedir. Kregel (2014) ise buna dair olarak gerçek ve hayali likidite ayırımına gitmiştir. Ona göre itibari para yaratımıyla desteklenen kredi-para yaratımı mekanizması gerçek likiditeyi oluştururken, bu sistem tarafından doğrudan desteklenmeyen ve her an karşılanamayan bir yükümlülükler zincirinin vuku bulması sonucunda likit özelliğini yitirebilecek özellikte ve merkez bankacılığı sistemi tarafından doğrudan desteklenmeyen finansal varlık yaratımı zinciri (özel yükümlülük ihraçları) hayali likiditeyi oluşturmaktadır. Kregel'in bu ayırımı devletin müdahale kapasitesine vurgu yapan bir perspektife sahiptir. Fakat bununla birlikte sermaye birikimindeki dönüşüm giderek daha fazla varlık fiyatlarının "istikrarına" bağlı olmakta ve bu istikrar da giderek şirket kârlarının, borçlarının ve hanehalkı gelirlerinin finansal varlık yaratımı sistemine içerilebilme kapasitesine bağlı hale gelmektedir. Finansal sermaye bu biçimde genişler ve uluslararasılaşırken yine onlar tarafından devletler bu

müdahale alanına çağrılmaktadırlar. 2008 krizi sonrası giderek daha fazla olarak gölge finansal kuruluşların yükümlülük ihraçlarını konvertible edebilecek şekilde genişleyen bir devlet ve merkez bankaları müdahalesine şahit olmaktadır. Bu anlamda Kregel'in ayrımının bazı unsurları kavramakta anlamlı olsa da finansal birikimin sınırlarında bulanıklaşmakta olduğu tespitini yapabiliriz.

Piyasa merkezli gölge para yaratımı olarak gölge bankacılık işlemleri ve menkul kıymetleştirme, son tahlilde itibari para yaratımına ihtiyaç duyan bir sistem ortaya çıkarsa da bu sayede birikim giderek uluslararasılaşmış ve kırılanaşan bir yapıya doğru evrilmiştir. Merkez bankasının son kredi merciinden daha öteye geçecek bir yaklaşım ve araçlar bütünü geliştirmesi böyle bir finansal ortamın ürünüdür. Öncesinde merkez bankaları geleneksel bankacılığın borçlanma ihtiyacına resmen cevap vermekle görevliyken, gölge bankacılık kurumlarının borçlanma ihtiyaçlarına (en azından resmen) bir cevap vermekle yükümlü değildi. Ancak finansal sistemin bu yönde gelişmesi ve giderek kırılanaşan varlık yapısı veya bir diğer ifadeyle artan "sistemik risk" bu duruma geniş bir müdahaleyi zorunlu kılmış görünmektedir. Bretton Woods döneminin merkez bankası yükümlülüğü olarak itibari paranın istikrarı üzerine odaklanan kurumsal yapısı artık yerini yükümlülük ihracı olarak diğer varlık biçimlerinin de "istikrarına" bırakmıştır diyebiliriz. Muazzam düzeyde büyüyen gölge bankacılık yükümlülükleri karşılanamamaya başladığında yarattığı sistemik risk de göz önüne alındığında çok büyük miktarlarda likiditeye ihtiyaç duyulmuştur. Buna ilaveten, bu müdahaleler sadece ulusal değil, uluslararası ölçekte de bir likidite ihtiyacını gündeme getirmiştir.

İtibari paranın istikrarını temel alan kurumsal alanın çözülmesinin sonucunda giderek "gölge paraların" yaratımının merkezinde olduğu ve literatürde finansallaşma veya finansal birikim diye de adlandırılan bir finansal mimariden bahsetmek gerekmektedir. Bu anlamda finansal istikrarın giderek daha ağırlıklı bir "görev olarak tanımlandığı" ve bunu yaparken de klasik son likidite mercii görevlerinin ötesine geçecek politika araçlarının yaratıldığı bir merkez bankacılığının söz konusu olduğunu söylemek gerekmektedir. Bu anlamda iki önemli gelişmeden bahsetmek önemlidir. İlki artık kalıcı hale gelen miktarsal genişleme politikaları iken ikincisi de uluslararası swap hatlarının yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmasıdır. Ayrıca enflasyonla mücadelenin giderek belirsizleşen teorik temelleriyle çok yüzleşmeksizin yükünün halen emekçi sınıfların üzerine atılmaya devam edilmesi de bir diğer problem olarak önümüzde durmaktadır.

4. VARLIK FİYATLARININ MERKEZİLİĞİNDE SON PİYASA YAPICISI OLMAK: MİKTARSAL GENİŞLEME DALGALARI VE SWAP HATLARI

Bu noktada Bernanke'nin (2020) gelenekselin sonu ifadesiyle özellikle vurguladığı miktarsal genişleme (quantitative easing, veya QE) politikaları yeni bir merkez bankacılığı aracı olarak gündeme gelmiştir. Bernanke (2022, s. 464) politika faizinin sıfıra yaklaştığı bir dönemde dahi seçeneklerin sonuna gelinmediğini ifade ettikten sonra miktarsal genişlemenin asıl hedefinin “otuz yıllık mortgage’lar ve şirket tahvilleri gibi varlıkları satın almak yoluyla uzun vadeli faiz oranlarını aşağı çekmek” olduğunu ifade etmiştir. Dolayısıyla Fed olarak ilk amaçlarının uzun vadeli borçlanma senetleri ve varlıklar üzerlerindeki faizleri düşürmek ve ikinci olarak da böylece hem bu varlıkların fiyatlarındaki olası çökmeleri engellemek ve varlık fiyatlarını desteklemek, hem de uzun dönem ve kısa dönem faizleri düşük bir noktada uyumlulaştırarak yatırımları artırmak ve harekete geçirmek olduğunu söylemiştir. Dönemin enflasyonu da halihazırda düşük olduğundan Bernanke bu politika yolunun açık olduğunu düşündüğünü de söylemektedir.³⁴

Miktarsal genişleme, klasik parasal gevşemeden bu anlamda farklı bir politika seçeneği olarak ortaya çıkmıştır. Parasal gevşeme düşük politika faiz oranlarıyla bankalara düşük maliyetli rezerv para sağlamak ve bankaların kısa dönemli rezerv ihtiyaçlarına cevap vererek kredi ve mevduat faizlerinde gevşemeyi öngörürken, miktarsal genişleme doğrudan ve çoğunlukla da gelecek değerleri belirsiz olan MBS, devlet ve şirket tahvilleri gibi varlıkların değerlerini desteklemekle ilgili finansal piyasalara likidite enjeksiyonuyla ilişkilidir.³⁵ Salt politika faizine dayanan müdahale biçimi bu çalışmada ifade edilen iddiayla ifade edersek MB yükümlülüğü olarak itibari paranın değerinin istikrarı üzerinden bir istikrar politikası tasarımına ilişkinen, miktarsal genişleme diğer varlıkların değerlerine-fiyatlarına doğrudan bir müdahale aracılığıyla varlık değerlerine istikrar kazandıran bir tasarıma ilişkindir. Böylece Fed finansal piyasalarda doğrudan “piyasa yapıcı” olarak yer almaya başlamıştır. Bu politika sadece Fed ile de sınırlı

³⁴ Bernanke (2022, s. 294) son kitabında miktarsal genişlemeyi tam olarak şöyle tanımlamaktadır: “Burada ben QE’yi, merkez bankalarının uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek, finansal koşulları hafifletmek ve tam istihdam ve fiyat istikrarı gibi makroekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla büyük ölçekli uzun vadeli tahvil satın alımı olarak tanımlayacağım.”

³⁵ Finansal sisteme likidite enjeksiyonu Fed tarafından birçok farklı program aracılığıyla da yapılmıştır. Yazıda detaylarına girmek mümkün olmasa da TALF (term asset-backed securities loan facility), miktarsal genişlemenin başlangıcı olarak sınıflandırabileceğimiz TARP (troubled asset relief program), veya pandemi döneminde CARES yasası gibi çok çeşitli düzenlemeler de farklı varlıklara ve kesimlere dönük genişlemelere örnek olarak gösterilebilir. Bunlar yapılırken Fed’in neredeyse daha öncesinde çok nadiren kullanılan 13.3 acil durum yasasını kullandığını da ekleyelim.

kalmamış, ECB (Avrupa Merkez Bankası), Kanada ve Avustralya gibi diğer merkez bankaları tarafından da uygulanmıştır (Adrian et al. 2021; Delgado ve Gravelle 2023).³⁶

Batı merkez bankacılığında başlayan ve artık “para politikasının” kalıcı bir unsuru olarak düşünebileceğimiz miktarsal genişleme politikaları Mehrling’in de (2011) vurguladığı üzere çok kritik bir dönüşümü işaret etmekte, fonlama piyasalarındaki fiyatı veya bir diğer ifadeyle yani politika faiz oranını belirlemenin ötesine geçerek doğrudan finansal piyasa yapıcıya dönüşen bir merkez bankacılığını gündeme getirmektedir. Bu makaledeki iddianın diliyle ifade edersek, itibari para üzerinden dolayımlanan bir para politikası seçeneğinin ötesinde doğrudan diğer varlıkların fiyatlarını oluşturan ve geniş finansal likiditenin garantörü olan bir merkez bankacılığıyla karşı karşıya olduğumuzu söylemek gerekir. Bir anlamda finansallaşmanın kendini ifade ettiği gölge bankacılık ve onun yarattığı yükümlülük ihraçları (varlık) patlamasının neticesinde, Murau’nun (2017) kavramıyla ifade edersek, merkez bankaları “gölge paraların” da garantörlüğüne doğru büyüyen bir politika perspektifiyle hareket etmektedirler. Böylece aslında bu tarz türev ürünlerin ve geniş anlamıyla gölge paraların itibari paraya dair parasal özellikleri de kısmen üzerlerine almaya başladıklarını, bir anlamda parasal özellikler (moneyness) kazandıklarını söyleyebiliriz. Merkez bankalarının son piyasa yapıcısı (market maker of last resort) rolü kazanmaları ticari bankaların ve bir takım yatırım bankalarının yükümlülük ihraçlarının ötesindeki yükümlülük ihraçlarına da likidite garantisi vermenin bir diğer yolu olmuştur.³⁷ Karmaşık finansal ilişkiler yaratan bu varlık formları sistemik riski artırdıklarından Fed’in ve diğer merkez bankalarının finansal piyasaların istikrarını bu tarz varlık alım programlarıyla sağlamaları, bütün finansallaşmış ekonomik yapının ayakta kalması açısından elzem görünmektedir. Bu durumda sorunun kendisi, sürekli yüksek düzeyde bir likidite sağlayıcısı ve (kamusal?) finansal piyasa yapıcı rolüne soyunmak durumunda kalan merkez bankalarıyla bütünleşmiş bir şekilde birikimin finansallaşan karakterindedir dersek daha doğru bir tespit yapmış oluruz.

Bu durumda Bryan ve Rafferty’nin (2013) varlık fiyatlarının gerçek değerini merkez bankaları nezdinde kamu likiditesinin çıpaladığını söylerken haklı olduklarını ifade etmek gerekir. Devletler veya genel olarak kamunun, bu bağlamda geleneksel olarak itibari paraların ve itibari para cinsinden yaratılan kredilerin ötesine geçerek kamu tarafından ihraç edilmeyen varlık

³⁶ ABD’de krizin üstesinden gelebilmek adına ilk ve klasik biçimiyle üç parça şeklinde uygulanmıştır: Aralık 2008 ve Mart 2010 arasında QE1, Kasım 2010 ve Haziran 2011 arasında QE2 ve Eylül 2012 ve Ekim 2014 arasında QE3.

³⁷ Bu konuda son dönemde İngiltere Merkez Bankası’nın (Bank of England) banka olmayan finansal kuruluşlara da kalıcı olarak borç verme mekanizması üzerine çalıştığını hatırlatalım (Ralph vd., 2023).

sınıflarına kadar ulaşan bir garantörlüğe yelken açmaları söz konusudur. Merkez bankalarının MBS'ler ve diğer farklı varlık sınıflarının satın alımlarına girişmesi finansal piyasalar arasında da likiditeyi yönetme görevini aktif olarak sürdürmeleri anlamına gelmektedir. Böylece merkez bankaları klasik anlamdaki son kredi mercii görevlerinin de ötesinde son piyasa yapıcı mercii rolüne soyunmakta ve bu varlıkların “gerçek değerlerinde” fiyatlanmasının içkin bir parçası haline almaktadırlar. Bu durumda kamusal otoriteler finansal piyasalardaki bu değerleri aktif bir biçimde çıpalamaktadırlar (Bryan ve Rafferty 2013, s. 148). Devletler (kamu) bir anlamda sistemik riski ve finansal risk ticaretini destekleyerek kapitalist finansallaşmanın garantörü (underwriter) haline gelmektedirler (Spies-Butcher ve Bryant 2023, s. 10). Bu durumda Fed özelinde merkez bankalarının finansal sistemin yapısına ve temellerine pek dokunmadıkları rahatlıkla söylenebilir (Fontan ve Larue 2020, s. 161).

Finans kavramının geleneksel kavranışı reel olanın dışını ondan ayrı olanı imlese de, burada yürütülen gölge bankacılık merkezli finans ve finansallaşma kavrayışı farklı sermaye formlarını birbirine bağlayan bir uzama gönderme yapmaktadır. Bir diğer ifadeyle finans/finansallaşma farklı varlık formlarını ve hanehalkının gelir ve harcama akımlarını ve dolayısıyla bilançoları birbirine bağlayan bir fenomen olarak anlaşılmalıdır. Finansal birikim yine geleneksel olarak varlık üretimi merkeziliğinde iş görmektedir. Bu bağlamda Adkins, Cooper ve Konings (2021, 2022) çalışmalarında günümüz sermaye birikiminin belirleyici dinamik unsurunu varlık ekonomisi diye tanımlamakta ve sınıfsal eşitsizliğin temelinde artık gelir değil varlık sahipliğinin olduğunu vurgulamaktadır. Ayrıca bu yazarlara göre miktarsal genişleme varlık enflasyonu yanlısı bir politika olarak refahı yüksek varlık sahiplerine yönlendiren bir para politikası olarak bu dönemin en karakteristik uygulaması olarak gösterilebilir.

Son piyasa yapıcı rolünün yanında 2008 krizi sonrasında Fed'in kazandığı bir diğer kritik işlev de uluslararası son kredi mercii haline gelmesidir diyebiliriz. Mehrling (2016) bu bağlamda Fed tarafından oldukça fazla kullanılmaya başlanan uluslararası swap kanallarına dikkat çekmiştir. Sistem merkez bankaları swap kanalları networkü olarak çoğunlukla küresel güney ülkeleriyle sınırlı kalmıştır. Küresel kriz sırasında 14 büyük bankayla oluşturulan doğrudan likidite hattı olarak bu swap hatları sayesinde küresel finans sistemine merkez bankaları aracılığıyla likidite sağlanmıştır. Daha sonrasında 5 büyük yabancı merkez bankasıyla oluşturulan likidite hatları kalıcı olmuş ve 2009-2010 yıllarındaki Avrupa borç krizi sırasında da kullanılmışlardır. COVID-19 dönemindeki kriz esnasında ise 9 bankanın daha eklenmesiyle birlikte tekrar 14 ülke merkez bankasına birden likidite sağlanmıştır. Bu likiditenin hatlara dahil olan ülkelerin itibari para birimleri teminat altına alınarak sağlandığını hatırlatmak yerinde olacaktır. Buna ek

olarak “resmi swap hatları olmayan yabancı otoritelerin doğrudan tahvil satışı yapmadan hazine tahvillerini teminat olarak gösterip borç dolar alabildikleri özel bir repo otoritesi de” oluşturulmuştur (Bernanke, 2022, s. 272).³⁸

Bretton Woods’un çöküşünden bugüne gelirken Fed’in ilgisinin ağırlık merkezinin tedricen finansal istikrara kaymıştır. Fed’in giderek neoliberal dönemin yükselen teorik dayanaklarından olan doğal işsizlik oranı (NAIRU) tahminine yaslanan enflasyon hedeflemesi politikasından şüpheye düşmeye başladığını söylemek mümkündür. Bernanke (2022, s. 85) doğal işsizlik oranı konusundaki bu şüpheleri açıkça ifade etmekle birlikte geçmişe dönük muhtemel hesaplama hatalarından da bahsetmektedir. Ancak 2023 Haziran ayında gerçekleştirilen FOMC (2023) toplantısının tutanaklarına bakıldığında emek piyasasının sıkılaşmasından olumsuz bir referansla bahsedildiğini görmek mümkündür.³⁹ Emek piyasasının “gevşemesinin” güvencesizlik anlamına geleceğini de düşünürsek meta enflasyona konvansiyonel yaklaşımın emekçiler üzerinde sallanan Demokles’in kılıcı olduğunu söyleyebiliriz. Öte yandan sürekli genişleyen varlık piyasalarının (kamusal) likidite yaratımıyla desteklenmesi merkez bankalarının gündemine giderek daha fazla gelse de, buna zemini oluşturan finansal birikimin yapısı tartışmalarda yeteri kadar kendisine yer bulamamaktadır.

5. SONUÇ

Sonuç itibarıyla gölge bankacılığın şemsiyesi altında gelişen bu karmaşık ve çok katmanlı varlık ekonomisini destekleyen ve finansal birikimin bu çelişkilerini yönetmeye çalışan bir merkez bankacılığı ve onun iç çelişkileri tartışmalarımızın gündeminin önemli bir parçası olmalıdır. Para politikaları tartışılırken üzerinden atlanan ve salt paranın miktar teorisinin önyargılarından hareketle bir tartışma yürütülmemesi gerektiğini ne kadar vurgulasak azdır. Bu bağlamda merkez bankacılığı üzerinden geliştirilecek eleştiriler de bu genel finansallaşma bağlamından kopartılmamalıdır, kapitalist birikiminin finansallaşma eğilimlerini ıskalamamalıdır.

³⁸ Kindleberger’in (2008) bu ihtiyacı çok daha önceden görmüş ve tartışmış olduğunu eklemek gerekir.

³⁹ Bu konu makalenin çerçevesinin dışına çıkma riski taşısa da bazı önemli noktaları ifade etmek yerinde olacaktır. Aynı FOMC metninde emekçi kesimlerin aldığı cüzi ücret artışlarına da enflasyonun olağan şüphelisi olarak bakılmakta ve bu noktadan enflasyon riskinin devam ettiğine ve dikkatle izlendiğine vurgu yapılmaktadır. Öte yandan enflasyondaki düşüşe Fed’in artırdığı politika faizinin neden olduğunu söylemek biraz kolaylık gibi görünmektedir. Fed’in faiz artışından beklentisi hanehalkının harcanabilir gelirlerindeki azalma ve emek piyasasındaki gevşeme yoluyla (gerçek güncel sebeplerinden bağımsız olarak) enflasyonu düşürmekti. Ancak enflasyonun sebebinin Rusya-Ukrayna savaşı ve Covid-19 küresel salgını nedeniyle bozulan arz zincirlerinin tetiklediği tekelleşme merkezli kâr enflasyonu olduğuna dönük olarak yapılan analizler bizlere faiz artışlarının rolünün sınırlı olduğunu düşündürmektedir, örneğin bkz. Weber and Wasner (2023).

18-19. yüzyıllar boyunca ABD ve diğer erken kapitalistleşen ülkelerde ulusal ölçekte ortak bir para birimi yaratımı, birleşik ve entegre bir ulusal kapitalist birikimin en kilit unsuru olarak ortaya çıkmıştır. Sonrasında itibari paranın değer (ve fiyat) istikrarının taşıyıcısı olarak güçlendirildiği bir kurumsal çerçevenin inşası özellikle ikinci dünya savaşı sonrasında finansal ortamının da temelini teşkil etmiştir. Bu dönemde uluslararası ve ulusal sermaye birikimine dair bir istikrar köprüsü olarak itibari paranın merkezi bir rol oynadığını ve merkez bankasının ihraç ettiği rezerv para olarak değerini belirlemek maksadıyla işleyen bir politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kanalının hem finansal varlık fiyatlarının hem de meta fiyatlarının yönlendirilmesinde temel bir işleve sahip olduğu, dönemin anti-spekülatif makro ihtiyati gündemi ve çerçevesi de hesaba katıldığında söylenebilir. Ancak 2008 krizine yaklaşırken büyüyen gölge bankacılığın şemsiyesinde yaratılan finansal varlıkların ekonominin geri kalanıyla karmaşık ilişkiler geliştirerek büyümesi ve dolayısıyla bilançoları birbirine bağlaması, bunu yaparken de uluslararası bir nitelik arz etmesi Fed başta olmak üzere özellikle büyük merkez bankalarını farklı ve daha etkili araçlar aramaya itmiştir. Bu arayış onların sistemik risk diye tanımladıkları ve sermaye birikimini tehlikeye sokan krizli durumlara “daha etkin” müdahale etmelerini gerektirmiştir. Merkez bankaları (kendi yükümlülük ihraçları) kanalıyla gölge paralara da garantör olacak biçimde sisteme (dolar merkezli olarak) likidite sağlamaya başlamışlardır. Böylece türev ürünleri de içerecek “gölge finansal varlıklar” bir anlamda parasal nitelikler kazanmaya başlamışlardır. Artık para politikası bu noktadan sonra itibari paraya dair bir olgu olmaktan ziyade bütün finansal varlıklara ve birikimin tümüne dair eşzamanlı bir müdahaleyi içeren bir araçlar bütününe dönüşmüştür. Başka bir ifadeyle günümüz kapitalist finansal birikiminin giderek likit olmayan (illiquid) varlıklardan likit varlıklar üretimine doğru yönelen yapısı bu sürecin yapısal parçası olarak kurumsal-sınıfsal dinamiklerin de yön vermesiyle gerçekleşmiştir. Bu sınıfsal ve kurumsal dinamikler kamu sektörünün rolünü de belirlemiştir: sistemik kriz anlamına gelen finansal piyasaların likit özelliklerini yitirmemesi anlamında likit-olamamaya (illiquidity) karşı finansal birikimi korumak.⁴⁰

⁴⁰ Bu makalede anlatılan gelişmelere ek olarak hızla gelişen merkeziyetsiz blokzincir teknolojileri ve bu teknolojiler dolayımında üretilen ve gündeme gelen yeni kripto varlık biçimleri de devletlerin ve merkez bankalarının gündemlerini belirlemeye ve değiştirmeye adaydır. Bu alanda da yeni (itibari paraya endekli coinler vd.) yükümlülük ihraçları merkeziyetsiz olarak ortaya çıkmaktadır ve yavaş yavaş bankacılık ve finans sistemine eklenmektedirler. Bu başka bir makalenin konusu olmakla birlikte likiditeye bağımlı bir alan olarak bu piyasalar ortaya çıkmakta, hatta sabit coinler kanalıyla merkez bankalarıyla bu kripto varlık üretimi alanı arasında bir anlamda gergin bir ilişki söz konusu olmaktadır. Merkez bankalarının dijital varlık ihraçlarına dönük girişimleri ve bu sistemle bir şekilde eklenme çabalarını bu yeni gerilim alanının üstesinden gelme çabası olarak yorumlamak mümkündür.

Bunun yanında varlık alım programlarının kalıcılık kazanan bir uygulama alanı bulması yeşil merkez bankacılığını da gündeme getirmiştir. Böylece çevreye dair “hassasiyet geliştiren” ve bu bağlamda uzun dönemde iklim krizinin aşılmasını sağlayabilecek ve böylece yine uzun dönemde birikime istikrar kazandıracak düşünülen eylemlerde bulunabilecek şirketlerin veya kuruluşların bono veya hisse ihraçlarının söz konusu varlık alım programlarına dahil edilip edilemeyeceği tartışılmaktadır. Bu yaklaşımların çerçevesinden likiditenin bu anlamda makalede bahsedildiği bağlamda kamusal bir mal ve müdahale aracı işlevi görebileceği tartışılmaktadır. Açıkça fark edilebileceği üzere dönüşen merkez bankacılığının potansiyel müdahale araçları sürekli dinamik bir ortamda şekillenmektedir ve daha yeni bir dizi tartışmaya gebe görünmektedir.

KAYNAKÇA

- Adkins, L., Cooper, M., & Konings, M. (2021). Class in the 21st century: Asset inflation and the new logic of inequality. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 53(3), 548-572. <https://doi.org/10.1177/0308518X19873673>
- Adkins, L., Cooper, M., & Konings, M. (2022). The asset economy: Conceptualizing new logics of inequality. *Distinktion: Journal of Social Theory*, 23(1), 15-32.
- Adrian, T., Erceg, C., Gray, S., & Sahay, R. (2021). Asset Purchases and Direct Financing: Guiding Principles for Emerging Markets and Developing Economies during COVID-19 and Beyond. *IMF Monetary and Capital Markets Department*.
- Akçay, Ü. (2009). *Para, Banka, Devlet: Merkez Bankası Bağımsızlaşmasının Ekonomi Politikası*. Sosyal Araştırmalar Vakfı.
- Akkaya, Y., & Gürkaynak, R. (2012). Cari açık, bütçe dengesi, finansal istikrar ve para politikası: Heyecanlı bir dönemin izi. *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), 93-119. <https://doi.org/doi: 10.3848/iif.2012.315.9319>
- Allon, F. (2018). Money after Blockchain: Gold, Decentralised Politics and the New Libertarianism. *Australian Feminist Studies*, 33(96), 223-243.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. H. S. King&Company.
- Başçı, E., & Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 9-25.
- Beggs, M. (2017). The state as a creature of money. *New Political Economy*, 22(5), 463-477. <https://doi.org/10.1080/13563467.2017.1240670>
- Bell, S. (2001). The role of the state and the hierarchy of money. *Cambridge Journal of Economics*, 25(2), 149-163. <https://doi.org/10.1093/cje/25.2.149>

- Bellofiore, R., & Halevi, J. (2011). A Minsky moment? The subprime crisis and the 'new' capitalism. İçinde C. Gnos & L.-P. Rochon (Ed.), *Credit, Money and Macroeconomic Policy: A Post-Keynesian Approach* (ss. 13-32). Edward Elgar Publishing.
- Bernanke, B. (2020). *Karar Alma Cesareti: Yüzyılın En Büyük Finans Krizi ve Sonrası* (C. Feyyat & M. Demirsar, Çev.). Scala Yayıncılık. <https://www.scalakitapci.com/karar-alma-cesareti>
- Bernanke, B. (2022). *21. Yüzyıl Para Politikaları: Büyük Enflasyonist 70'lerden COVID-19'a ABD Merkez Bankası* (D. Kılınç, Çev.). Scala Yayıncılık.
- Bordo, M. D. (2007). A Brief History of Central Banks. *Economic Commentary*, 12/1/2007. <https://www.clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2007/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks>
- Braun, B. (2016). Speaking to the people? Money, trust, and central bank legitimacy in the age of quantitative easing. *Review of International Political Economy*, 23(6), 1064-1092. <https://doi.org/10.1080/09692290.2016.1252415>
- Braun, B., & Gabor, D. (2020). Central Banking, Shadow Banking, and Infrastructural Power. İçinde P. Mader, D. Mertens, & N. van der Zwan (Ed.), *The Routledge International Handbook of Financialization* (ss. 241-252). Routledge.
- Brenner, R. (2006). *The Economics of Global Turbulence: The Advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn, 1945-2005*. Verso.
- Bryan, D., & Rafferty, M. (2006). *Capitalism With Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*. Palgrave Macmillan.
- Bryan, D., & Rafferty, M. (2007). Financial derivatives and the theory of money. *Economy and Society*, 36(1), 134-158. <https://doi.org/10.1080/03085140601089861>
- Bryan, D., & Rafferty, M. (2011). Deriving Capital's (and Labour's) Future. *Socialist Register*, 47. <https://socialistregister.com/index.php/srv/article/view/14336>
- Bryan, D., & Rafferty, M. (2013). Fundamental value: A category in transformation. *Economy and Society*, 42(1), 130-153. <https://doi.org/10.1080/03085147.2012.718625>
- Bryan, D., Rafferty, M., & Wigan, D. (2016). Politics, time and space in the era of shadow banking. *Review of International Political Economy*, 23(6), 941-966.
- Bryan, D., Rafferty, M., & Wigan, D. (2017). Capital unchained: Finance, intangible assets and the double life of capital in the offshore world. *Review of International Political Economy*, 24(1), 56-86.
- Cömert, H. (2016). İmkansız Üçleme'den İmkansız İkilem'e: Bretton Woods Dönemi ve Sonrası Para Politikası. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 34(1), Article 1. <https://doi.org/10.17065/huniibf.309287>
- Deleidi, M., & Fontana, G. (2019). Money Creation in the Eurozone: An Empirical Assessment of the Endogenous and the Exogenous Money Theories. *Review of Political Economy*, 31(4), 559-581. <https://doi.org/10.1080/09538259.2020.1737390>

- Delgado, M., & Gravelle, T. (2023). Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis. *BIS CGFS Papers No 68*. <https://www.bis.org/publ/cgfs68.htm>
- ECB. (2023). *Annual Accounts 2022*. <https://doi.org/10.2866/556062>
- Eichengreen, B. (2021). Bretton Woods After 50. *Review of Political Economy*, 33(4), 552-569. <https://doi.org/10.1080/09538259.2021.1952011>
- Eichengreen, B., & Garber, P. M. (1991). Before the Accord: U.S. Monetary-Financial Policy, 1945-51. İçinde R. G. Hubbard (Ed.), *Financial Markets and Financial Crises* (ss. 175-206). University of Chicago Press. <https://www.nber.org/books-and-chapters/financial-markets-and-financial-crises/accord-us-monetary-financial-policy-1945-51>
- Fischer, S. (1999). On the Need for an International Lender of Last Resort. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 85-104. <https://doi.org/10.1257/jep.13.4.85>
- FOMC. (1979). *Meeting of Federal Open Market Committee, October 6, 1979*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- FOMC. (2023). *Minutes of the Federal Open Market Committee, June 13-14, 2023*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Fontan, C., & Larue, L. (2020). Central Banking. İçinde C. Borch & R. Wosnitzer (Ed.), *The Routledge Handbook of Critical Finance Studies* (ss. 154-172). Routledge.
- Fontana, G., Realfonzo, R., & Passarella, M. V. (2020). Monetary economics after the global financial crisis: What has happened to the endogenous money theory? *European Journal of Economics and Economic Policies*, 17(3), 339-355.
- Gabor, D. (2020). Critical macro-finance: A theoretical lens. *Finance and Society*, 6(1), Article 1. <https://doi.org/10.2218/finsoc.v6i1.4408>
- Gilbert, T., & Hrdlicka, C. (2018, Ağustos 23). Opinion | Apple Is a Hedge Fund That Makes Phones. *Wall Street Journal*. <https://www.wsj.com/articles/apple-is-a-hedge-fund-that-makes-phones-1535063375>
- González, A., & Pérez-Caldentey, E. (2018). The financial instability hypothesis and the paradox of debt: A microeconomic approach for Latin America. *Review of Keynesian Economics*, 6(3), 387-410. <https://doi.org/10.4337/roke.2018.03.06>
- Gorton, G. B., Ross, C. P., & Ross, S. Y. (2022). *Making Money* (Working Paper 29710). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w29710>
- Graeber, D. (2015). *Borç: İlk 5.000 Yıl* (M. Pehlivan, Çev.). Everest Yayınları.
- Gros, D. (2023, Ağustos 7). *The Real Inflation Culprits*. Project Syndicate. <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-bank-asset-purchases-contribution-to-inflation-us-eurozone-by-daniel-gros-2023-08>
- Hawtrey, R. G. (1970). *The Art of Central Banking*. Psychology Press.
- Hendricks, D., Kambhu, J., & Mosser, P. (2007). Systemic risk and the financial system. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 13(2), 65-80.

- Hetzl, R. L. (2023). *The Federal Reserve: A New History*. University of Chicago Press. <https://press.uchicago.edu/ucp/books/book/chicago/F/bo179687523.html>
- Hoca, B. (2012). A suggestion for a new definition of the concept of finance capital using Marx's notion of 'capital as commodity'. *Cambridge Journal of Economics*, 36(2), 419-434.
- IMF. (2023). *Global Financial Stability Report, April 2023*.
- Kara, H. (2012). Küresel kriz sonrası para politikası. *TCMB Çalışma Tebliği*, 1-25.
- Keen, S. (2015). Post Keynesian Theories of Crisis. *The American Journal of Economics and Sociology*, 74(2), 298-324.
- Kindleberger, C. P. (2008). *Cinnet, Panik ve Çöküş: Mali Krizler Tarihi* (H. Tunalı, Çev.). İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. <https://bilgiyay.com/kitap/cinnet-panik-ve-cokus-mali-krizler-tarihi/>
- Knapp, G. F. (1924). *The State Theory of Money*. Clifton: Augustus M. Kelley (1973).
- Konings, M. (2016). Governing the system: Risk, finance, and neoliberal reason. *European Journal of International Relations*, 22(2), 268-288.
- Kregel, J. (2014). Regulating the financial system in a Minskian perspective. İçinde L. C. Bresser-Pereira, J. Kregel, & L. Burlamaqui (Ed.), *Financial Stability and Growth: Perspectives on financial regulation and new developmentalism* (ss. 127-142). Routledge.
- Lavoie, M. (2022). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Edward Elgar Publishing.
- Levy, J. (2021). *Ages of American Capitalism: A History of the United States*. Random House Publishing Group.
- Marcussen, M. (2009). Scientization of Central Banking: The Politics of A-Politicization. İçinde K. Dyson & M. Marcussen (Ed.), *Central Banks in the Age of the Euro: Europeanization, Convergence, & Power* (ss. 263-283). Oxford University Press.
- Marx, K. (2020). *Kapital Cilt 1: Ekonomi Politiğın Eleştirisi*. Yordam Kitap.
- McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2014). *Money Creation in the Modern Economy*. Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1. <https://papers.ssrn.com/abstract=2416234>
- Mehrling, P. (2010). Monetary Policy Implementation: A Microstructure Approach. İçinde R. Leeson (Ed.), *David Laidler's Contributions to Economics* (ss. 212-234). Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1057/9780230248410_10
- Mehrling, P. (2011). *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400836260>
- Mehrling, P. (2017). Financialization and its discontents. *Finance and Society*, 3(1), Article 1.
- Meltzer, A. H. (2003). *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913-1951*. The University of Chicago Press.

- Meltzer, A. H. (2009). *A History of the Federal Reserve, Volume 2, Book 1, 1951-1969*. University of Chicago Press.
- Minsky, H. (1993). Finance and Stability: The Limits of Capitalism. *Hyman P. Minsky Archive*. https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/43
- Minsky, H. (2008). *Stabilizing an Unstable Economy* (1st edition). McGraw Hill.
- Minsky, H. P. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper no. 74*.
- Minsky, H. P. (1993). On the non-neutrality of money. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 18(1), 77-82.
- Minsky, H. P. (1995). Financial Factors in the Economics of Capitalism. *Journal of Financial Services Research*, 9, 197-208.
- Murau, S. (2017). Shadow money and the public money supply: The impact of the 2007–2009 financial crisis on the monetary system. *Review of International Political Economy*, 24(5), 802-838. <https://doi.org/10.1080/09692290.2017.1325765>
- Nersisyan, Y., & Dantas, F. (2017). Rethinking liquidity creation: Banks, shadow banks and the elasticity of finance. *Journal of Post Keynesian Economics*, 40(3), 279-299. h
- Nesvetailova, A. (2015). A Crisis of the Overcrowded Future: Shadow Banking and the Political Economy of Financial Innovation. *New Political Economy*, 20(3), 431-453.
- Nesvetailova, A., & Belli, C. (2013). Global financial governance: Taming financial innovation. İçinde S. Harman & D. Williams (Ed.), *Governing the World?: Cases in Global Governance* (ss. 46-61). Routledge.
- Özatay, F. (2011). *Parasal İktisat: Kuram ve Politika*. Efil Yayınevi.
- Özgöde, O. (2022). The emergence of systemic risk: The Federal Reserve, bailouts, and monetary government at the limits. *Socio-Economic Review*, 20(4), 2041-2071.
- Özgür, G. (2008). İçsel Para Teorisi'ne Genel Bir Bakış. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(2), Article 2.
- Papadimitriou, D. B., & Wray, L. R. (1999). *Minsky's Analysis of Financial Capitalism* (Working Paper no. 275). Levy Economics Institute of Bard College.
- Pozsar, Z. (2014). *Shadow Banking: The Money View* (SSRN Scholarly Paper 2476415).
- Ralph, O., Noonan, L., & Morris, S. (2023, Eylül 28). Bank of England plans permanent lending facility for non-banks. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/7eb30ea9-3f5b-444f-845b-25c6b5d43126>
- Rochon, L.-P., & Setterfield, M. (2008). The political economy of interest-rate setting, inflation, and income distribution. *International Journal of Political Economy*, 32(2), 5-25.
- Rochon, L.-P., & Vernengo, M. (2003). State money and the real world: Or chartalism and its discontents. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1), 57-67.
- Rogoff, K. S. (2022). The age of inflation: Easy money, hard choices. *Foreign Affairs*.

- Selgin, G. (2015). Synthetic commodity money. *Journal of Financial Stability*, 17, 92-99.
- Sgambati, S. (2019). The art of leverage: A study of bank power, money-making and debt finance. *Review of International Political Economy*, 26(2), 287-312.
- Smithin, J. (2018). *Rethinking the Theory of Money, Credit, and Macroeconomics: A New Statement for the Twenty-First Century*. Rowman & Littlefield.
- Spagna, I. (2018). Becoming the World's Biggest Market: OTC Derivatives before the Global Financial Crisis of 2008. İçinde E. by E. Helleiner, S. Pagliari, & and I. Spagna (Ed.), *Governing the World's Biggest Market: The Politics of Derivatives Regulation After the 2008 Crisis* (ss. 27-53). Oxford University Press.
- Spies-Butcher, B., & Bryant, G. (2023). The history and future of the tax state: Possibilities for a new fiscal politics beyond neoliberalism. *Critical Perspectives on Accounting*, 102596. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2023.102596>
- Stilwell, F. (2019). From Economics to Political Economy: Contradictions, Challenge, and Change. *The American Journal of Economics and Sociology*, 78(1), 35-62.
- Summers, L. H. (2022, Şubat 3). On inflation, we can learn from the mistakes of the past—Or repeat them. *Washington Post*.
- Sylla, R. (2006). The transition to a monetary union in the United States, 1787–1795. *Financial History Review*, 13(1), 73-95.
- Tymoigne, E. (2009). *Central Banking, Asset Prices and Financial Fragility*. Routledge.
- Walsh, C. E. (2017). *Monetary Theory and Policy* (Fourth Edition). The MIT Press.
- Weber, I. M., & Wasner, E. (2023). Sellers' inflation, profits and conflict: Why can large firms hike prices in an emergency? *Review of Keynesian Economics*, 11(2), 183-213.
- Wigger, A., & Fernandez, R. (2020). Shadow Banking and the Rise of Global Debt. İçinde C. Borch & R. Wosnitzer (Ed.), *The Routledge Handbook of Critical Finance Studies*. Routledge.
- Wood, J. H. (2011). *A History of Central Banking in Great Britain and the United States*. Cambridge University Press.
- Wray, L. R. (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*. Edward Elgar Publishing.
- Wray, L. R. (2014). *From the State Theory of Money to Modern Money Theory* (Working Paper 792). The Levy Economics Institute of Bard College.