

İMKANSIZ ÜÇLEME'DEN İMKANSIZ İKİLEM'E: BRETTON WOODS DÖNEMİ VE SONRASI PARA POLİTİKASI

Hacettepe Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi Dergisi
Cilt 34, Sayı 1, 2016
s. 115-136

Hasan CÖMERT

Yrd.Doç.Dr., Orta Doğu Teknik
Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İktisat Bölümü
hcomert@metu.edu.tr

Öz: İmkansız üçleme kavramı Bretton Woods (BW) sistemi para politikasını anlamak için yararlı olabilir. Ancak, BW sistemi sırasında görece bağımsız para politikası uygulanabilmesine, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin yanı sıra merkez bankası araç çeşitliliği ve yurt içi piyasaların kontrol altında tutulması da katkı sunmuştur. BW sistemi sonrası dönemde sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılırken finansal piyasalardaki kurallar gevşetilmiştir. Var olan kurallar ise kullanılmamıştır. Kısa dönem faiz oranları merkez bankalarının yegane aracı olarak ön plana çıkmıştır. Sermaye hareketleri ve finansal piyasalar çok büyük boyutlara ulaşırken merkez bankalarının sadece gecelik faizlerle temel makroekonomik değişkenleri etkileme kapasitesi özellikle gelişmekte olan ülkelerde aşınmıştır. Bu süreç bir anlamda zamanla imkansız üçlemeden imkansız ikilemeye geçiş olarak da düşünülebilir.

Anahtar Sözcükler: Bretton Woods Sistemi, imkansız üçleme, imkansız ikileme, sermaye hareketleri, para politikası.

**FROM TRILEMMA TO
DILEMMA: MONETARY POLICY
DURING AND AFTER THE
BRETTON WOODS SYSTEM**

*Hacettepe University
Journal of Economics
and Administrative
Sciences
Vol. 34, Issue 1, 2016
pp. 115-136*

Hasan CÖMERT

Assist.Prof.Dr., Middle East
Technical University
Department of Economics
hcomert@metu.edu.tr

Abstract: Trilemma can be a useful concept to understand monetary policy during the Bretton Woods (BW) regime. Under this regime, beside capital controls, regulated domestic financial markets and diversity in central bank instruments contributed to existence of independent monetary policy. However, after the collapse of the BW system, capital controls were lifted, domestic financial markets were deregulated, existing regulations were not implemented properly and short-term interest rates became the sole instrument of central banks. The size of financial flows and financial markets has reached unprecedented levels. During this process, the ability of central banks in both developed and developing countries has weakened. Especially in developing countries, main macroeconomic indicators have become very sensitive to the developments in the movements of financial flows. In this sense, we argue that this process can be considered a gradual transition from trilemma to dilemma especially in developing countries.

Keywords: *Bretton Woods System, trilemma, dilemma, capital flows, monetary policy.*

GİRİŞ

19. Yüzyılda uygulanan altın standardı Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla çöktü. 1918 sonrasında altın standardına dönmeye çalışan girişimler başarısız oldu. Büyük Buhran ve sonrasında gelişen süreç ise altın standardına geri dönüşün pek de mümkün olmadığını gösterdi.

İkinci Dünya Savaşı'nın bitmesiyle birlikte, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve İngiltere'nin öncülüğünde yeni bir uluslararası kurumsal yapı arayışı içine girildi. Bunun bir parçası olarak yeni bir uluslararası para sistemi kurgusu üzerinde çalışılmaya başlandı. Bu arayış, 1944 yılında Bretton Woods (BW) kasabasında imzalanan antlaşma ile sonuçlanmıştır. BW antlaşması ile Batı kapitalizminin yeni bir döneme adımını atmış olduğu söylenebilir.

Bu makalede, BW sistemi sırasında ve sonrasındaki para politikalarının bağımsızlığını (etkinliğini) belirleyen faktörler üzerinde duracağız. Bağımsız para politikasından kastımız yalnızca merkez bankalarının faizlerini yurt dışı faiz oranlarından farklı belirleyebilme kapasitesi değildir. Bağımsız para politikası kavramını merkez bankası politikalarının temel makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini de kapsayacak şekilde kullanıyoruz. Bu bakımdan metin boyunca para politikası bağımsızlığı ile etkinliğini eş anlamlı olarak kullanmaktayız.

Makalenin temel savları şöyledir: BW sistemi altında görece olarak bağımsız (etkin) para politikasından bahsetmek mümkündür¹. Bağımsız para politikası, sermaye hareketleri serbestisi ve sabit kur rejiminin aynı anda var olamayacağını öngören imkansız üçleme (trilemma, impossible trinity) kavramı, BW dönemini anlamak için faydalı olabilir. Geleneksel anlayış sabit kur rejimleri altında sermaye kontrollerinin BW dönemi boyunca bağımsız para politikasını mümkün kıldığını ima etmektedir. Ancak uluslararası sermaye hareketlerinin kontrol altında olmasının yanında sabit kur rejimleri altında bağımsız para politikasını mümkün kılan iki faktörden daha bahsetmek gerekir. Bunlar yurt içi piyasaların kontrol altında olması ve merkez bankalarının çoklu bir araç seti kullanmasıdır. BW sonrası sistemde para politikasının bağımsızlığı hem gelişmiş olan ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde yara almıştır. Oysa ki geleneksel anlayış sermaye hareketlerinin serbestleşmesi karşılığında esnek kur rejimlerine geçilmesinin para politikası bağımsızlığı için yeterli olduğunu savunmaktadır. Bir başka deyişle, bu görüşe göre, BW sonrası dönemde de üçleme kavramı açıklayıcılığını korumaktadır. Fakat bu görüşün aksine BW sonrasındaki süreci, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, imkansız üçlemeden imkansız ikilemeye (dilemma) geçiş olarak yorumlamak daha doğru olacaktır. İmkansız ikilemeden kastımız sermaye hareketleri ve finansal hareketlerin ulaştığı boyutlar sonucu uygulanan kur rejimi ne olursa olsun, merkez bankalarının etkin para politikası uygulama

kabiliyetlerini önemli ölçüde kaybetmiş olmasıdır. Bunun nedeni ise temel olarak gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin kredi döngüsü ve döviz kurları gibi finansal piyasalardaki diğer gelişmeleri belirleme gücünün giderek artmasıdır.

Gelişmiş olan ülkelerde ise iç finansal pazarların ve sermaye hareketlerinin ulaştığı boyutlar merkez bankalarının politikalarının etkinliğini azaltmaya başlamıştır. Finansal pazarlar ve sermaye hareketleri çok büyük boyutlara ulaşırken merkez bankalarının sadece gecelik faiz hadlerine dayalı politikalara yönelmeleri merkez bankalarının hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde etkinliğinin azalmasına katkıda bulunmuştur.

Bu çalışma ilgili yazına ve yazarın daha önceki çalışmalarının bulgularına dayanarak BW dönemi ve sonrasını farklı bir açıdan yorumlama çabasıdır. Bizim çalışmamıza en yakın çalışma Rey (2015)'dir. Rey (2015) finansal akımların etkisi altında gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının bağımsız para politikası izleyemeyeceklerini ifade etmektedir. Bu durumda üçlemenin değil ikilemenin geçerli olduğunu iddia etmektedir. Biz Bretton Woods sistemi altında bile para politikası bağımsızlığının sermaye kontrolleri dışındaki kurumsal yapıyla ilgili olduğunu vurgulamaktayız. Bretton Woods sonrası gelişmelerin de sermaye serbestisinin yanında merkez bankacılığındaki ve finansal piyasalardaki giderek artan diğer dönüşümlerle birlikte açıklanması gerektiğini düşünmekteyiz. Bu bakımdan bizim görüşlerimizin daha evrimselci ve kurumsalcı bir çerçeve içine oturduğunu söylemek mümkündür. Makalenin iddialarının bir kısmının hem kuramsal hem de ampirik olarak daha ayrıntılı incelenmesinde fayda vardır. Ancak makalenin temel savlarını doğrudan ya da dolaylı destekleyen önemli ölçüde bulgu da mevcuttur.

Makalenin planı şu şekildedir: İkinci kısımda kısaca BW'un ortaya çıkışı ve nasıl işlediği anlatılacak, üçüncü kısım BW sisteminde para politikasının üçleme kavramıyla nasıl özetlenebileceği tartışılacaktır. Dördüncü kısım BW sonrası gelişmelere odaklanarak, merkez bankacılığının etkinliğindeki değişimi anlamaya çalışacaktır. Son kısım ise o aşamaya kadar yürütülen tartışmayı sonuçlandıracaktır.

1. BW SİSTEMİNİN GELİŞMESİ VE İŞLEYİŞİ

19. yüzyıl boyunca uygulanan altın standardı, altın ve gümüş sistemi (bimetallizm) ve gümüş sisteminin birçok ülke tarafından terk edilmesiyle birlikte 1880-1914 yılları arasında tam bir uluslararası para sistemi haline geldi. Bu dönem boyunca özellikle İngiltere, bu sistemin işlemesi için gerekli adımları atmaktan kaçınmamıştır. İngiltere'nin ekonomik ve finansal gücü, diğer ülkelerin İngiltere'nin politikalarını takip etmesini sağlamıştır.² Bir anlamda bu sistemin temel sürükleyicisi İngiltere olurken diğer ülkeler İngiltere'yi takip etmişlerdir. Ayrıca altın standardına uymak uluslararası kredilere ulaşmak için de gerekli şart olarak algılandığından, İngiltere'nin öncülüğünde

diğer ülkeler de altın standardına genel olarak sadık kalmışlardır³. Bazı çalışmalar ülkelerin bir kısmının altın standardı altında bile iskonto oranlarıyla oynayarak kuralları bozduğunu iddia etmektedir (Bloomfield, 1959). Ancak diğer çalışmalar, 1914 yılına kadar ihtiyari (discretionary) politikaların sistemi tehdit edecek kadar yaygın kullanılmadığını, acil durumlarda kullanıldığında ise, kısa zamanda eski kurallara tekrar döndüğünü iddia etmektedir (Shewartz, 1984).

1920'li yıllarda altın standardına geri dönme çabaları değişik sebeplerden ötürü başarılı olamamıştır⁴. Bu dönemdeki sisteme altın kambiyo (gold-exchange) standardı denilebilir. Bu sistemin altın sisteminden farkı, bazı para birimlerinin, altın cinsinden konvertibl olan başka bir para birimine sabit bir fiyattan çevrilebilmesidir. Bu sistemde klasik altın standardına göre daha az altın rezervine ihtiyaç duyulmaktadır.

İkinci Dünya Savaşı'nın sonunda yeni bir dünya para sistemi için çabalar başlamıştır. Amaç 1914 sonrasında oluşan belirsizlik ve krizlerden kaçınmaktır. Antlaşma 1 Temmuz 1944 tarihinde ABD'nin Bretton Woods kasabasında imzalanmıştır. Bu antlaşmayla IMF ve Dünya Bankası'nın temelleri atılmıştır. Yeni sistem, temel olarak altın standardının sahip olduğu döviz kurlarının istikrarı ve ülkelerin bağımsız para politikası izleyebilmesi üzerine kuruludur. Bu sisteme göre katılımcı ülkeler bir parite belirleyip, bu paritenin yukarı ve aşağı yönlü olarak sadece yüzde 1 dalgalanmasına müsaade edecek şekilde para politikasını uygulayacaklardır. Parite, ciddi dengesizlikler karşısında IMF'ye danışıldıktan sonra ya da önceden haber vermek kaydı ile yüzde 10'a kadar katılımcılar tarafından değiştirilebilecektir. Yüzde 10'un üzerinde yapılacak bir parite değişikliği ise IMF tarafından 72 saatte karara bağlanacaktır. Bu değişiklik oy çoğunluğu ve önemli üyelerin hepsinin (yüzde 10'dan fazla kota sahibi) onayını gerektirmektedir. IMF'nin onayını almadan yapılan değişiklikler, ülkelerin IMF kaynaklarına ulaşımının kısıtlanması ya da üyelikten çıkarılmasına yol açabilir.

BW antlaşmasına göre sermaye kontrolleri mümkünken, üye ülkeler para birimlerini belirli bir süre sonrasında konvertibl yapmak zorundadır⁵. Geçiş döneminde kur kontrolleri devam edebilir. Üye ülkeler kısa ve orta dönem ödemeler dengesi problemlerinin çözümüne yardımcı olmak için IMF'den kaynak kullanabilirler. Bu amaçla bütün üye ülkelerin belirli oranlarda katıldığı ortak bir fon havuzu oluşturulmuştur.⁶ Antlaşmaya göre, 35 ABD dolarının değeri bir ons altın değerine eşitlenmiştir. Diğer üyelerin para birimleri ise pratik olarak dolar (altın) cinsinden sabitlenmiştir. Tanım gereği, üye ülkelerin önemli problemler karşısında kuru değiştirme olanakları olduğundan, bu sistem çıpalı döviz kuru sistemi (pegged exchange rate system) olarak da adlandırılabilir.

BW sistemini iki ana döneme ayırmak mümkündür. Birinci dönem 1946-1958 (konvertibilite öncesi) yılları kapsarken ikinci dönem 1959-1971 yıllarını kapsamaktadır. Ancak 1958 yılında tam konvertibilite sağlanabilmiştir. Uzun bir süre ABD dolarının dışındaki para birimleri konvertibl değildi. Bunun ana sebebi dünya altın rezervlerinin yaklaşık üçte ikisinin ABD’de toplanmış olması ve diğer ülkelerin özellikle dolar rezervlerinin, cari açık vermelerinden dolayı, yetersiz olmasıdır. Bu durumun aşılmasında 1950’li yılların ortasında Avrupa ülkelerinin cari fazla vermeye başlaması ve Marshall planı önemli rol oynamıştır.

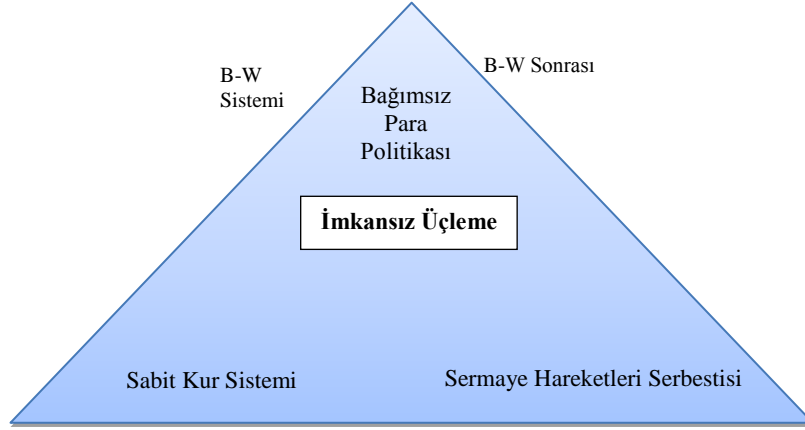
1958 Aralık ayından itibaren BW sistemi tam olarak işlevsel hale gelmiştir. BW dönemi boyunca birçok ülke sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları devam ettirmişlerdir. Ancak 1960’lı yılların ortalarından sonra sermaye kontrolleri ABD’de daha yaygın kullanılmaya çalışılırken diğer ülkelerde kontrollerin sıklığı azalmıştır (Bordo, 1993).

1.1. BW Sistemi Altında Para Politikasını Anlamak

Görüldüğü üzere BW sisteminin iki temel ayağı sabit kur rejimi ve sermaye kontrolleridir. Genel kanı BW sistemi altında merkez bankalarının bağımsız para politikası izleyebildiği yönündedir (Obstfeld *vd.*, 2005). Yazın bunu Şekil 1’de gösterildiği gibi imkansız üçleme kavramı ile açıklamaktadır. Şekil 1 sermaye hareketleri serbestisi, bağımsız para politikası ve sabit döviz kur rejiminin aynı anda var olamayacağını göstermektedir. Bu üçlüden sadece ikisi aynı anda var olabilir. Yazına göre “klasik altın sistemi” döneminde (1880-1914) sermaye hareketleri serbestisi ve sabit kur rejimi (tabandaki iki köşe) tercih edilmiştir. BW döneminde ise sabit döviz kuru ve bağımsız para politikası (sol iki köşe) tercih edilirken sermaye hareketleri serbestisinden vazgeçilmiştir. Böylece para politikası bağımsızlığının sabit kur rejimlerinde ancak sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerle sağlandığı kabul edilir. Benzer şekilde, imkansız üçleme, ilerde ayrıntılı şekilde tartışılacağı gibi, BW sistemi döneminden sonra sabit kur rejiminden vazgeçildiğini ima etmektedir.

Bu yaklaşımda bağımsız para politikası ile para politikası etkinliği arasında bir ayrım yapılmaz. Bağımsız para politikası, merkez bankalarının elindeki faiz aracını yurt dışı faiz oranlarından bağımsız olarak kullanabilme kapasitesi olarak tanımlanır. Buna bağlı olarak para politikasının bağımsızlığı iktisat yazınında temel olarak yurt içi faiz oranları ile yurt dışı faiz oranları arasındaki korelasyona bakılarak ölçülür (Aizenman *vd.*, 2008).

Şekil 1. İmkansız Üçleme



Klasik Altın Sistemi 1880-1914

Bu çerçeve, merkez bankası araçlarının (özelde faiz hadlerinin), piyasa faiz hadlerini ve kredi genişlemesini belirleyerek merkez bankalarının nihai hedefleri olan enflasyon ve kısa dönemli olsa bile, milli gelir gibi değişkenleri belirleme kapasitesinin olduğunu ima etmektedir. Klasik Mundell-Fleming (MF) modelinin (IS/LM modelinin) üçlemeyi kuramsal olarak desteklediği düşünülür (Mundell, 1963; Fleming, 1962). Bu modelde, sabit kur rejimi altında sermaye hareketleri serbestisi yokken ulusal faiz oranlarını dünya faiz oranlarından farklı olarak belirleyebilmek mümkündür. Sermaye hareketleri serbestken ulusal faizler uluslararası faizlere eşit olmak zorundadır⁷. Uluslararası faiz hadleri ise merkez ülkeleri tarafından etkilenmektedir. Mekanizma şöyle işlemektedir: Eğer bir merkez bankası genişlemeci para politikası uygulamak isterse yurt içi faizler düşmektedir⁸. Bu ülkede sermaye hareketleri serbestisi var ise, yurt içi faizleri yurt dışı faizlerinin altına indirdiğinde, diğer koşullar sabitken, yurt dışı finansal varlıklarının getirileri daha yüksek olacağından ülkeden sermaye kaçıışı başlamaktadır. Bu durum döviz talebini artırmaktadır. Döviz kurunu sabit tutmak isteyen merkez bankaları, döviz rezervlerini kullanmak zorundadır. Döviz satışının iç piyasadaki para arzını azaltıp faiz oranlarını tekrar dünya faiz oranları seviyesine çıkarması beklenmektedir. Bir başka deyişle para politikası, sabit kur rejimi ve sermaye hareketleri serbestisi varken etkin değildir. Bu etkinlik ancak sermaye hareketleri ya da sabit kur rejiminden vazgeçerek gerçekleşir. BW sisteminde vazgeçilen parametre sermaye hareketleri serbestisidir.

Bizce, BW altında görece olarak bağımsız ve ima edildiği gibi etkin para politikası izlenebildiyse, bunun arkasında sermaye kontrollerini tamamlayan iki önemli faktör daha vardır. Birincisi, BW döneminde merkez bankalarının çoklu bir araç seti

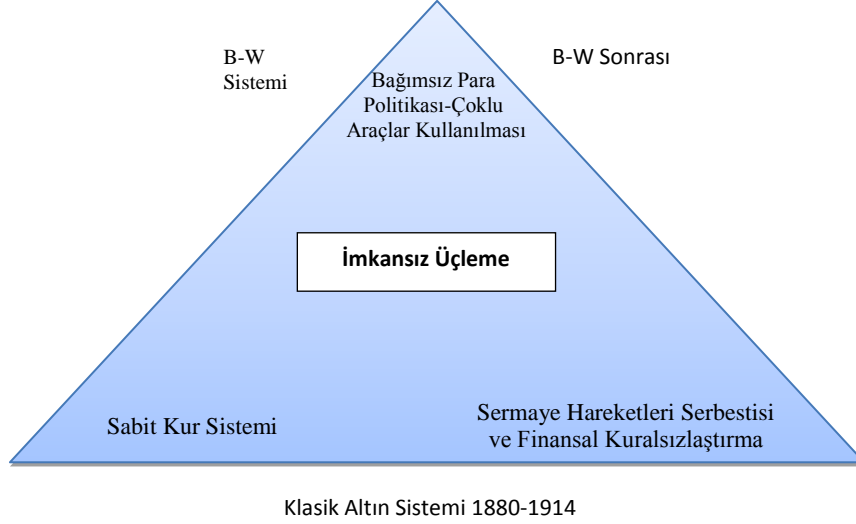
kullanmasıdır. İkincisi, yurt içi sermaye piyasalarının BW boyunca önemli ölçüde kontrol altında olmasıdır.

Merkez bankaları, BW döneminde sadece gecelik faiz oranı gibi kısa vadeli faiz oranlarına değil, geniş bir yelpazedeki politika araçlarına yoğunlaşmışlardır. Mesela ABD’de “Regulation Q” denilen uygulama ile faiz oranlarına tavan uygulaması aktif olarak kullanılmıştır (Volcker, 2002). Benzer şekilde ABD ve başka birçok ülkede gerektiğinde kredi kontrolleri bile uygulanmıştır. Marj zorunlulukları finansal piyasalardaki dinamikleri etkilemek için kullanılan diğer bir araçtır. Shiller (2000)’e göre, marj zorunlulukları FED’in en aktif kullandığı araçlardan biridir. Ayrıca rezerv zorunlulukları da bankaların kredi genişleme kararlarını etkileyebilmek için aktif bir şekilde kullanılmıştır (Feinman 1993; Cömert, 2013). İskonto oranları ise bankacılık sektöründeki likidite talebini etkilemek için tercih edilen araçlardandır. Avrupa ülkeleri ve Japonya da çoklu para politikası araçları kullanmak konusunda ABD’den geri kalmamışlardır. Gerald Epstein (2006 ve 2013) bir dizi çalışmasında birçok gelişmekte olan ülkenin de 1945 yılı sonrasında hem finansal piyasaları etkilemek hem de kalkınma hedefleri için çeşitli para politikası aracına başvurduğunu göstermektedir.

BW boyunca merkez bankaları sadece geniş bir araç seti kullanmamıştır. Ayrıca, para politikalarını görece daha sıkı düzenlenmiş (regulated) ulusal finansal pazarlarda yürütmüşlerdir. Örneğin ABD’de 1933 yılında çıkarılan Glass-Steagall kanunu ile yatırım bankaları ve ticari bankacılık birbirinden kesin çizgilerle ayrılmıştır. Böylece ticari bankaların bono ve hisse senedi gibi varlıklarla ilgili doğrudan veya dolaylı olarak işlem yapması önlenmeye çalışılmıştır (Barth *vd.*, 2000). Bu dönem boyunca, ABD ve Batı ülkelerinde bankacılık sistemi temel olarak mevduat toplama ve reel sektöre kredi sağlama işlevinden çok uzaklaşmamıştır. Dönem boyunca özellikle Avrupa ülkelerinin önemli bir kısmında merkez bankaları tarafından daha kolay etkilenebilecek devlet bankalarının ağırlığı vardır. Ayrıca merkez bankaları ve diğer ilgili kurumlar, BW sonrası döneme göre var olan kuralları daha sıkı olarak uygulanmıştır (Cömert, 2013).

Merkez bankalarının çoklu bir araç seti kullanması ve finansal pazarların daha sıkı denetlenmesi göz önünde bulundurularak BW altında imkansız üçleme Şekil 2’deki gibi revize edilebilir. Bu şekilde önceki şeklin ortak noktası BW dönemi boyunca sabit kur sisteminin ve etkinliği giderek azalsa da sermaye kontrollerinin uygulanmasıdır. Şekil 2, Şekil 1’e ek olarak çoklu merkez bankası araçlarını ve düzenlenmiş finansal piyasaları vurgulamaktadır. BW altında sermaye hareketlerinin görece sınırlı olduğu, iç piyasaların sıkı şekilde kontrol edildiği bir dönemde, merkez bankaları elinde bulunan çoklu politika araçlarını ulusal makro hedeflere ulaşmak için etkin bir şekilde kullanma imkanına daha fazla sahiptir.

Şekil 2. BW Sistemi Altında Açık Olarak İmkansız Üçleme



1.2. BW Sisteminin Çöküşü

Bağımsız (etkin) para politikası uygulanmasına kurumsal olarak daha uygun bir çerçeve sunan BW sistemi, zamanla aşınmaya başlamıştır. İktisat yazınında buna dair çeşitli sebepler ileri sürülmüştür. Biz burda belli başlı sebeplere kısaca değineceğiz.

Birçok yazar (Triffin, 1960; Kenen, 1960; Gilbert, 1968), dünya altın üretiminin toplam mal ve hizmet üretiminin altında kalması yüzünden altın-dolar sisteminin istikrarlı olamayacağını ifade etmişlerdir. Altın arzının yetersiz kaldığı durumlarda, çıpalı döviz kurunun gereği olarak, bir ons altının 35 dolar olan fiyatının artması beklenir. Ancak BW sistemi, kesikli olarak yapılacak ayarlamaların güven ve maliyet problemlerine yol açabileceği düşünüldüğünden, giderek sabit bir kur sistemine dönüşmüştür. Sistemin uygun bir şekilde işleyebilmesi için dolar arzının artması gerekir. Dolar arzının artması ise rezerv para birimi sahibi ülkenin cari açık ya da ödemeler dengesi açığı vermesine bağlıdır. ABD cari denge fazlası vermesine rağmen, sermaye çıkışlarının fazlalığı yüzünden 1958 yılından itibaren BW sisteminin sonuna kadar ödemeler dengesi açığı vermiştir. Bu durum dünya piyasalarında dolar yükümlülüklerinin artması anlamına gelir. Ancak, ABD açıkları aracılığı ile dünya pazarlarında likidite ihtiyacının karşılanması, Triffin İkilemi'nin de ifade ettiği gibi, uzun dönemde altın arzından kaynaklı probleme çözüm olamayabilir. Triffin İkilemi, dolar arzının artması için gerekli olsa dahi cari açığın belirli bir oranın üzerinde gerçekleşmesinin rezerv para birimine karşı güveni sarsabileceğini iddia etmektedir. Böyle bir ortamda altına dönüş hareketi başlarsa sabit kur rejimini devam ettirmek

mümkün olmaz. ABD dışındaki dolar arzının toplam ABD altın rezervlerine oranı 1950'li yılların ortalarından itibaren giderek artmıştır. 1959 yılında, toplam dolar yükümlülükleri ABD altın rezervlerine eşitken, aynı yılda diğer ülkelerin toplam altın rezervleri ABD altın rezervlerini aşmıştır. 1964 yılında ise yabancı ülkelerin para kurumları tarafından tutulan ABD resmi dolar yükümlülükleri ABD dolar stoğunu geçmiştir (Bordo, 1963). ABD dolarının, dolar arzı karşısında görece olarak azalan altın rezervlerine çevrilebilme ihtimali BW sistemini üzerinde Demoklesin kılıcı gibi durmuştur.

Dolar arzının dünya piyasalarında artmasının bir nedeni ise ABD'nin yurt içi gereksinimlerini merkeze koyup genişlemeci para politikası izlemesi olarak gösterilmektedir.⁹ Bu durum 1880-1914 yılları arasındaki İngiltere'nin tutumu ile tezat teşkil eder. Bazılarına göre, ABD'nin yurt içi gereksinimlerini merkeze koyması ABD para politikasının temel para birimi için uygun olmadığı anlamına gelmektedir.

BW sistemi temel olarak taahütler (vaatler) üzerine kurulmuş bir sistemdir. BW sistemi altında taahüt ve itibarın etkisi dışında herhangi bir resmi yaptırım yoktur. Bu sistemde, ABD'nin, doların altın karşısındaki fiyatı sabitlendikten sonra, fiyat istikrarını sağlamakla yükümlü olduğu varsayılır. Diğer ülkelerin sabit kur rejimini kabul ederek, zımnî bir şekilde, ABD'nin fiyat seviyesini kendi fiyat seviyelerinin belirleyicisi olarak kabul ettiği düşünülür. Aynı zamanda da ABD'nin gerekli dolar arzını da sağlaması beklenmektedir.¹⁰

Böyle bir durumda sabit kur rejiminin devamı, ülkeler arasındaki koordinasyona ve güçlü bir lider ülkenin varlığına bağlıdır. BW sistemi içinde ülkeler arasında koordinasyon giderek azalmıştır. Hatta bazı ülkeler ellerindeki dolar rezervlerini altına çevirmeye başlayıp doğrudan sistemin aleyhinde adımlar atmışlardır. Örneğin, ABD dolarının hakimiyetinden hoşnut olmayan Charles de Gaulle Fransa'sı, 1965 yılından itibaren elindeki dolar rezervlerini altın rezervlerine çevirerek ABD'yi zor durumda bırakmaya başlamıştır (Eichengreen, 1998). Ayrıca bu dönem boyunca Vietnam savaşı gibi nedenlerle ABD'nin liderlik edebilme kapasitesi giderek aşınmıştır.

Artan uluslararası sermaye hareketleri ve büyüyen ulusal finansal pazarlar BW sisteminin yapısal sorunlarını giderek ağırlaştırmıştır. Dönem boyunca sermaye hareketleri ve bununla birlikte finansal piyasalar üzerindeki kontroller giderek gevşemeye başlamıştır. Aynı zamanda Euro-dollar hesapları gibi bir takım finansal yenilikler sermaye hareketleri ve finansal piyasalar üzerindeki kontrollerin etkinliğini azaltmıştır.

Ülkeler arasındaki koordinasyonun azaldığı, lider ülkenin liderlik kapasitesinin aşıldığı, sermaye hareketleri ve finansal piyasaların önemli boyutlara ulaştığı bir

ortamda, artan dolar arzı enflasyonist baskıya ve güven bunalımına ortam hazırlamaktadır. Güven krizinin ilk belirtisi 1960 yılında altına olan özel kişilerden kaynaklı talebin aniden artmasıyla ortaya çıkmıştır. Kısa bir süre sonra FED ve yedi önemli merkez bankası bir araya gelip Londra altın havuzunu oluşturmuşlardır. ABD, 1960'lı yıllarda altın havuzu oluşturulmasının yanında altın rezervlerini koruyabilmek için bir takım tedbirler almıştır. Swap anlaşmaları, Roosa bonoları¹¹ ve “razı etme” (moral suasion) bunlar arasındadır. Bu çabalar beş altı yıl boyunca altındaki hareketleri sınırlamayı başarmış olsa da ABD'nin altın rezervlerinin erimesine engel olamamıştır.

Nisan 1971'de ABD ticaret dengesi ilk defa açık verdi. Bu zaten var olan ABD altın rezervleri üzerindeki baskının artması anlamına gelmekteydi. ABD'de doların değer kaybına izin verilmesi konuşulmaya başlandı. İngiltere ve Fransa'nın Ağustos'un başında dolar rezervlerini altına çevirmeye niyetlenmesi durumu daha da kötüleştirdi. Bu gelişmeler karşısında ABD dolarının altına konvertibilitesini 15 Ağustos 1971 tarihinde askıya aldı. Böylece BW sistemi çökmüş oldu.

2. BW SONRASI PARA POLİTİKASI

BW döneminin sonunda olduğu gibi, yapısal olarak kırılganlıkların birikmesi, sermaye hareketlerinin giderek artması ve finansal piyasaların önem kazanması merkez bankalarının para politikalarını bağımsız ve etkin bir şekilde kullanmasını sınırlayabilir. Böyle bir durumda imkansız üçleme çerçevesi ya bağımsız para politikasından vazgeçilmesini ya da döviz kurunun savunulmamasını önermektedir.

ABD döviz kurunu savunmayı bırakmıştır. İktisat yazınında bu imkansız üçlemenin kaçınılmaz sonucu olarak görülür. ABD merkez bankası üzerindeki baskı, dalgalı kur rejimine geçilmesi ve altın standardının bırakılması ile birlikte görece azalmıştır. BW sonrası süreçte ABD'nin, altın rezervlerinin tükenmesi yönünde bir korkusu kalmamıştır. ABD dolarının yerine geçebilecek başka bir rezerv parası da olmadığından, ABD doları BW sonrası dönemde bile rezerv para pozisyonunu korumuştur. ABD'de olduğu gibi gelişmiş ülkelerin çoğunda dalgalı kur rejimi yerleşmiştir. Avrupa Birliği içinde ise kur üzerindeki dalgalanmaları azaltmak için BW sonrasındaki çabalar devam etmiştir. Bu çabaların sonunda bir takım deneme ve yanılmalarından sonra, önce 1979 yılında Avrupa para sistemi sonra da 2002 yılı itibarı ile Avro bölgesi oluşmuştur. Avro, ülkelerin yerel para biriminin yerini alırken diğer para birimlerine karşı dalgalanmaya bırakılmıştır.

Gelişmiş ülkelerde sermaye hareketleri üzerindeki tüm engeller 1980'li yılların başından itibaren tamamen kaldırılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler ise 1980'li yılların sonlarından itibaren sermaye hareketleri üzerindeki engelleri kaldırmışlardır. Özellikle IMF sermaye hareketleri serbestisinin geliştirmekte olan ülkelerde yaygınlaşması için

elinden gelen her şeyi yapmıştır. Buna paralel olarak ABD, gelişmekte olan ülkelerle yaptığı ikili ticari antlaşmalara sermaye serbestisi koşulunu da koymaya başlamıştır.

Yukarda tartışıldığı gibi BW sonrası dönemde sermaye hareketleri ve döviz kuru pratikleri değişmiştir. Bu değişikliklere paralel olarak zaman içinde merkez bankacılığında da köklü değişiklikler olmuştur. Parasalcı yaklaşımın etkisi altında gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, bir süre parasal büyüklükleri (monetary aggregates) temel araç olarak kullanmışlardır. Sonrasında sadece kısa dönem faiz hadlerini kullanmaya başlamışlardır. Daha önceden merkez bankalarının envanterinde olan marj zorunlulukları, kredi kontrolleri, zorunlu karşılık oranları, değişik razı etme yöntemleri (moral suasion), iskonto oranları gibi araçlar aktif kullanımdan kaldırılmıştır.

Araçlardaki değişikliklerle birlikte merkez bankası amaçları da değişmiştir. Enflasyon ya tek hedef ya da temel hedef olarak benimsenmiştir¹². Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi rejimi çoğu gelişmiş merkez bankasının politika çerçevesi haline gelmiştir. Merkez bankalarının uzun vadede büyüme ve işsizlik gibi değişkenlere etki etme gücünün olmadığı ve genişlemeci para politikalarının enflasyondan başka sonuç vermeyeceği benimsenmiştir. Gelişmiş olan ülke merkez bankacılığında yaşanan bu gelişmeler, biraz geçikmeli olsa da, gelişmekte olan ülkelerin çoğu tarafından takip edilmiştir.

1980'ler boyunca sermaye hareketleri üzerindeki engeller kaldırılıp, merkez bankaları envanterlerindeki araçlardan vazgeçerken finansal piyasalar da çok büyük dönüşüm yaşamıştır. Gelişmiş olan ülkelerde menkulleştirme (securitization), türev araçları gibi finansal yeniliklerin önemi artmıştır. Finansal yenilikler, riskleri azaltıp verimliliği artıracak varsayımıyla kayıtsız olarak desteklenmiştir. Finansal piyasalar üzerindeki var olan düzenlemeler ya kaldırılmış ya da çok gevşek uygulanmıştır. Örneğin ABD'de 1980-1986 yılları arasında "Regulation Q"nın tasviye edilmesiyle vadeli hesapların faizleri üzerindeki tavan uygulaması kaldırılmıştır (Gilbert, 1986). Benzer şekilde finansal yenilikler ve daha önce yapılan bir takım değişikliklerle etkisini giderek kaybeden (Barth *vd.*, 2000), ticaret bankacılığını ve yatırım bankacılığını birbirinden ayıran, Glass-Steagal Kanunu 1999 yılında tamamen yürürlükten kaldırılmıştır. ABD'de ve başka ülkelerde yasal çerçevede yapılan değişiklikler finansal sistemdeki kurumsal dönüşümü önemli ölçüde belirlemiştir. Ancak var olan yasaların finansal kurumlar lehine yorumlanması da bu sürece katkıda bulunmuştur (Cömert 2013). Zamanla gelişmekte olan ülkeler de finansal piyasalarla ilgili düzenlemeleri gelişmiş ülkelerdeki pratikleri örnek alarak değiştirmişlerdir.

Sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve finansal piyasaların giderek kuralsızlaştırılması sonucu sermaye hareketleri önemini artırırken finansal

piyasaların büyüklüğü ve etkisi reel ekonominin boyutlarının çok ötesine geçmiştir (Cömert, 2013). Böyle bir ortamda, merkez bankaları yukarıda açıklandığı gibi para politikasını sadece kısa dönem faizleriyle yürütmeye başlamıştır. Bu durumda merkez bankalarının bağımsız para politikası uygulayabilme kapasitesi, bir anlamda etkinliği, ne şekilde değişmiştir? Birçok iktisatçıya göre merkez bankalarının kısa dönemli faizleri kullanabilmesi hem enflasyon hem de finansal istikrar için yeterli olacaktır (Woodford, 2002). Uluslararası bağlamda ise serbest kur rejiminin bağımsız para politikası uygulayabilmek için yeterli olduğu düşünülmüştür. Mesela eski Avrupa Merkez Bankası başkan yardımcısı Papademos (2008)'a göre, görece küçük ekonomilerin merkez bankaları esnek kur rejimi uygulandığı sürece, tamamen eklemiş bir dünyada bile, iç talep üzerinde etkili olabilir. Genel olarak, iktisat yazınında genel kabul edilen görüş ulusal ve uluslararası finansal pazarlardaki gelişmelerin merkez bankalarının işini sadece biraz karmaşıktırdığı ve onları daha sıkı düşünmeye ittiğidir (Geithner, 2006; Bernanke, 2007).

Biz bu görüşlerin aksine 1980'li yıllardan itibaren gelişen süreçlerin merkez bankalarının etkin para politikası uygulayabilme kapasitesini giderek azaltmış olduğunu iddia etmekteyiz. Rey (2015) gelişmekte olan ülkelerdeki durumun tam bir ikilem olduğunu ifade etmektedir. Biz ise bu durumun ikileme doğru bir yakınsama olduğunu düşünmekteyiz. Bizce BW sonrası sistemin giderek "ikilemeye" doğru evrimleştiğini söylemek daha doğru olacaktır. İmkansız ikilemeden kastımız sermaye hareketleri ve finansal hareketlerin ulaştığı boyutlar sonucu uygulanan kur rejimi ne olursa olsun, merkez bankalarının etkin para politikası uygulama kabiliyetlerini önemli ölçüde kaybetmiş olmasıdır. Yalnız, bu durum gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerde birtakım farklılıklar göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların derin olmaması nedeniyle temel makroekonomik değişkenler sermaye hareketlerine daha fazla duyarlıdır. Gelişmiş olan ülkelerde ise finansal piyasalardaki içsel süreçler daha belirleyici gözükmektedir.

Gelişmiş ülkelerde artan sermaye hareketlerinin de etkisiyle varlık fiyatları merkez bankası politikalarından daha az etkilenir hale gelmiştir. Thornton (2010) FED faiz oranı ile hazine bonosu arasındaki beklenen ilişkinin 1980'lerin sonunda bozulduğunu göstermektedir. Cömert (2012, 2013) bir adım öteye giderek FED'in faiz oranlarıyla ABD piyasalarındaki tüm uzun dönem faiz oranları arasındaki ilişkinin kademeli olarak azaldığını ekonometrik olarak göstermiştir. Bir başka deyişle uzun dönemli faizlerin FED faiz oranlarındaki değişime tepkisinin giderek azaldığı görülmektedir. Bu bulgular Warnock and Warnock (2009)'un sermaye hareketlerinin ABD'de dahi uzun dönem faizlerini etkilediğiyle ilgili bulgularıyla önemli ölçüde örtüşmektedir.

Öte taraftan, merkez bankalarının sınırlı araç gereçle muazzam bir şekilde genişleyen ve dinamikleşen finansal piyasalardaki bilanço genişlemelerine etkisinin azaldığına dönük bulgular vardır.¹³ Bir anlamda özellikle gelişmiş ülkelerde bilançoların içsel genişleme kapasitesi artmıştır. Adrian ve Shin (2009) bilançoların varlık fiyatlarının artmasına bağlı olarak nasıl içsel olarak genişlediğini göstermiştir. Böyle bir ortamda merkez bankalarının araçlarının bilanço genişlemesi üzerine etkisinin azalacağı beklenir. Bu görüşü destekler şekilde Tablo 1 FED faiz oranları ile bilanço genişlemesi arasındaki korelasyonun 1980 sonrasında giderek azaldığını göstermektedir. Şaşırtıcı olarak Tablo 1’den görüldüğü gibi son dönemde (2001 sonrası) faiz oranları arttığı halde bilançolarda daralma bile olmamıştır. Bu sonuç ise, kabaca da olsa, FED’in para politikasının beklenen etkisinin gerçekleşmediğini ve bunun bir takım başka faktörler tarafından bertaraf edildiğini düşündürmektedir.

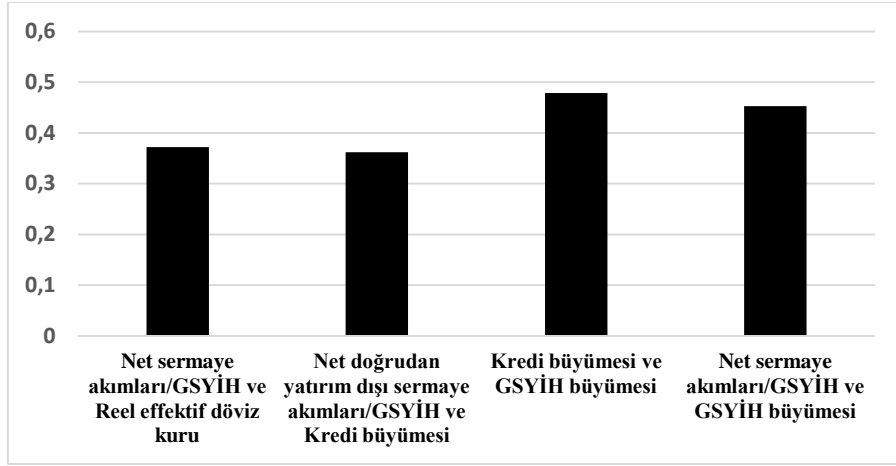
Tablo 1. FED Faiz Oranlarının Kredi Genişlemesi Üzerindeki Etkisi

	1982(IV)– 2008(IV)	1982(IV)– 1990(IV)	1991(I)– 2000(IV)	2001(I)– 2008(IV)
	FED	FED	FED	FED
Tüm sektörler	-0.6493	-0.3289	0.5168	0.6647
Finans Sektörü	-0.6811	-0.3259	0.518	0.5629
Ticari Bankalar	-0.6579	-0.3202	0.5498	0.5981
Brokers ve Dealers	-0.6197	-0.2891	0.3374	0.6016

Kaynak: Cömert, (2013).

BW sonrası dönemde gelişmiş ülkeler bile ulusal ve uluslararası piyasalardaki gelişmelerden etkilenirken, gelişmekte olan ülkelerde ise temel makroekonomik göstergeler önemli ölçüde dış etkilerle belirlenmektedir. Bu bağlamda, sermaye hareketleri, kredi genişlemesi ve döviz kurunu doğrudan etkileyerek büyüme ve enflasyona önemli ölçüde yön vermektedir. Şekil 3’de belli başlı 16 gelişmekte olan ülke¹⁴ için 1990-2014 döneminde finansal akımlar ile ekonomik büyüme, kredi büyümesi ve reel döviz kuru arasındaki basit korelasyon ilişkisi gösterilmektedir. Şekle göre finansal akımlar ile diğer değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisi yadsınamayacak kadar yüksektir. İncelenen ülkelerde ilgili korelasyonların ortalaması yaklaşık 0.4 ile 0.5 arasındadır. Tekil bazı ülkelerde bu katsayı 0.7’yi aşmaktadır. Üzerinde daha fazla çalışma ihtiyacı olsa da, bu veriler en azından sermaye hareketleri ile önemli makroekonomik göstergelerin yüksek düzeyde ilişkili olduğu yönündeki iddiaları destekler niteliktedir.

Şekil 3. Sermaye Hareketleri, Büyüme, Kredi ve Reel Kur İlişkisi (1990-2014)



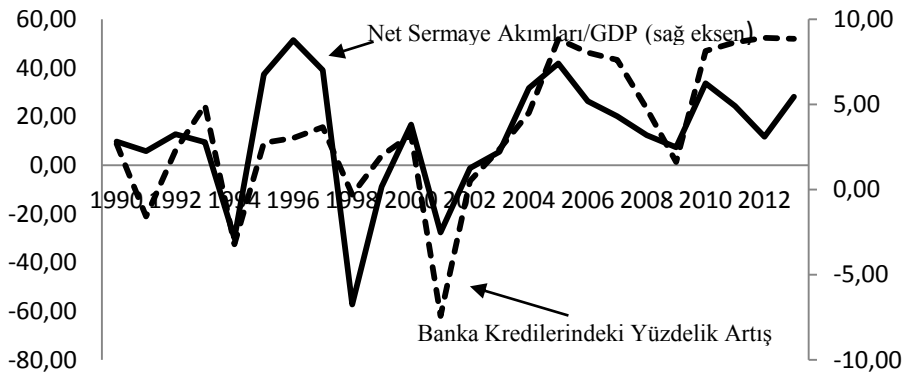
Kaynak: Benlialper, Cömert (2015c).

Tipik bir gelişmekte olan ülke Türkiye örneğinde sermaye hareketlerinin temel makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini net bir şekilde görmek mümkündür. Türkiye örneğinde büyüme oranları ile sermaye hareketleri oldukça senkronize hareket etmektedirler (Benlialper ve Cömert, 2015b). Şekil 4'te kredi genişlemesi ve sermaye hareketlerinin de çok paralel bir şekilde hareket ettiği gözlenmektedir. Grafiklere bakarak bir nedensellik ilişkisi çıkarmak mümkün olmasa da kuramsal olarak sermaye hareketleri, hem ülke içine doğrudan kredi olarak akabilmekte hem de bankaların kredi verebilme kapasitesini artırabilmektedir. Özellikle sermaye hareketleri nedeniyle ulusal paranın değerlendirildiği dönemlerde, bankaların yurt dışından borçlanarak edindikleri döviz cinsinden varlıklarının yurt içi değerleri bir anda şişkinleşip kredi genişlemesi için uygun koşullar oluşmaktadır. Şekil 3'ün gelişmekte olan ülkelerin geneli için gösterdiği gibi, gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri ve döviz kuru arasında oldukça yüksek bir korelasyon olduğu düşünüldüğünde sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinden kredi ve bilanço hareketlerini etkilemesini beklemek makuldür. Ayrıca sermaye hareketlerine oldukça duyarlı olan döviz kurları gelişmiş ülkelerde ithalat fiyatlarını etkileyerek enflasyonun da seyrini değiştirebilmektedir.

Hem kredi genişlemesinin hem de döviz kurunun sermaye hareketlerine duyarlılıklarının yüksek olduğu bir ortamda merkez bankalarının faiz oranlarını etkin olarak kullanıp enflasyona etki edebilmesi çok zor olmaktadır. Esasında Benlialper ve Cömert (2015a)'ın Türkiye için gösterdiği gibi gelişmekte olan ülkelere enflasyonun belirleyicisi merkez bankası faiz oranlarından ziyade dış koşullardır. Şekil 5, Türkiye

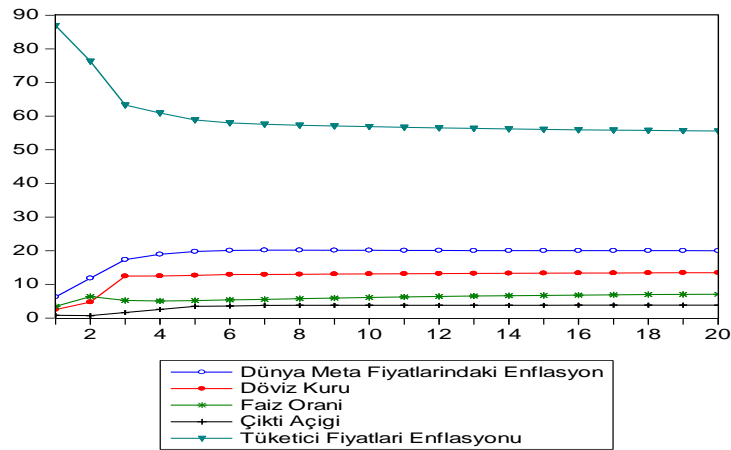
için VAR analizinin bir parçası olan varyans ayrıştırma tekniği ile elde edilen enflasyonun belirleyicilerinin ağırlığını göstermektedir. Şekle göre Türkiye enflasyonu bir önceki dönem enflasyonu haricinde temel olarak dünya meta fiyatları ve döviz kuru tarafından belirlenmektedir. Benzer bulgular gelişmekte olan ülkelerin geneli için de rapor edilmiştir (Mohanty ve Klau, 2001). Bu bulguların anlamı ise gecelik faizler aracılığıyla talep tarafını etkileyerek enflasyonu önlemeye çalışan merkez bankalarının işinin kolay olmadığıdır.

Şekil 4. Kredi Genişlemesi ve Sermaye Hareketleri, Türkiye



Kaynak: Benlialper, Cömert (2015b).

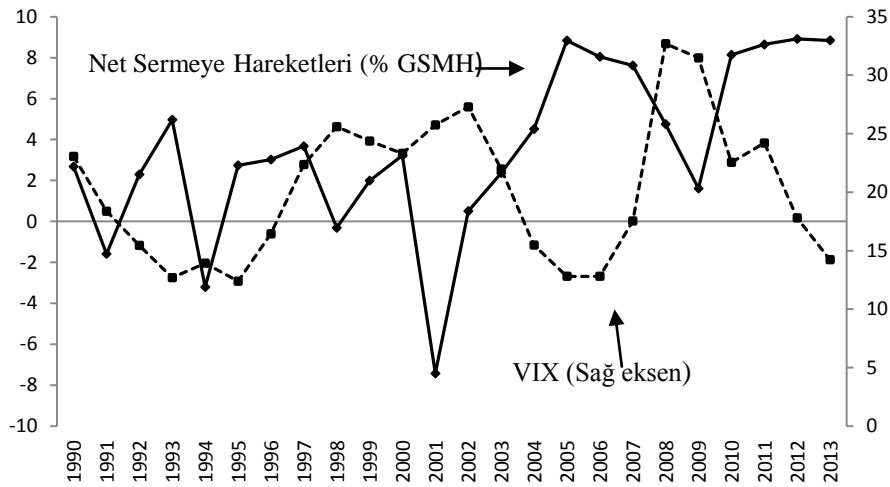
Şekil 5. Merkez Bankası Faiz Oranlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği



Kaynak: Benlialper, Cömert (2015a).

Sermaye hareketlerinin yönünün politika araçlarıyla belirlenebildiği durumlarda temel makro ekonomik değişkenlerin sermaye hareketleri tarafından önemli ölçüde etkilenmesi pek sorun oluşturmayabilir. Eğer politika yapıcılar finansal hareketlerin yönünü tahmin edilebilir ölçüde etkileyebiliyor olsaydı, sermaye hareketleri para politikasının bir aracına bile dönüşebilirdi. Ancak sermaye hareketleri büyük ölçüde küresel risk algılamasından etkilenmektedir (Rey, 2015). Tekil gelişmekte olan ülkelerin iç politika gelişmeleri ya da diğer kırılganlık göstergelerindeki değişimler bu ülkelere olan finansal akımları akranlarına oranla daha fazla etkileyebilmektedir. Ancak küresel risk iştahının azalmaya başlaması ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin durumu ne olursa olsun sermaye hareketlerinin bu ülkelere girmesi yavaşlamakta hatta tersine dönmektedir. Küresel risk iştahını temsil eden VIX endeksi ile Türk ekonomisine giren net sermaye akımları ilişkisini gösteren Şekil 6 bunu doğrular bulgular sunmaktadır. Şekilden de anlaşılacağı üzere VIX'in (küresel risk algılaması) yüksek olduğu dönemlerde ekonomiye sermaye girişleri yavaşlarken VIX'in düştüğü dönemlerde Türkiye'ye sermaye girişlerinde ciddi bir artış gözlenmektedir.

Şekil 6. Küresel Risk İştahı ve Net Sermaye Hareketleri, Türkiye



Kaynak: Benlialper, Cömert (2015b).

Büyüme ve enflasyon gibi temel makroekonomik değişkenlerin önemli ölçüde finansal akımların etkisi altında olduğu ve finansal akımların para politikasına pek duyarlı olmadığı durumlarda etkin para politikasından bahsetmek pek mümkün değildir. Bir başka deyişle sermaye akımlarının etkinliği arttıkça döviz kuru rejiminin serbest ya

da esnek olup olmaması önemini kaybetmektedir. Bu şartlar altında BW sisteminde geçerli olan imkansız üçlemeden, BW sonrasında değişen koşullar nedeniyle, imkansız ikilimeye doğru yakınsandığı ileri sürülebilir.

SONUÇ

BW sistemi sırasında görece bağımsız para politikası uygulanabilmesine sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin yanı sıra merkez bankası araç çeşitliliği ve yurt içi piyasaların kontrol altında tutulması da katkı sunmuştur. Bu bakımdan bir çeşit üçleme kavramı bu dönemi açıklamak için kullanılabilir. Ancak BW sonrası dönemde sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılırken finansal piyasalar kuralılaştırılmıştır. Var olan kurallar ise kullanılmamıştır. Kısa dönem faiz oranları merkez bankalarının yegane aracı olarak ön plana çıkmıştır. Bu süreçte hem gelişmekte olan ülkelerde hem de gelişmiş olan ülkelerde merkez bankalarının etkin para politikası uygulayabilme kapasitesi giderek aşınmıştır. Bu bir anlamda imkansız üçlemeden imkansız ikilemeye yakınsama olarak da düşünülebilir. Sermaye hareketleri serbestken ve buna paralel olarak finansal piyasalar çok büyük boyutlara ulaşırken merkez bankalarının kredi ve döviz kuru gibi varlık fiyatlarını etkileme kapasitesi çok sınırlı olacaktır. 2008 krizi sonrası merkez bankalarının yeni arayışları parçalı da olsa bu durumu sezdiklerine işaret etmektedir. Makro ihtiyati politikalar aslında etkin para politikası kabiliyeti kazanma çabası olarak yorumlanabilir. Yeni merkez bankacılığı kavramı altında faiz oranları yerine yeni araçlar tanımlanmaya çalışılmıştır. Aynı zamanda finansal istikrar vb. gibi konular da yeni merkez bankacılığının önemli parçaları olmuştur. Pek çok yazarın (Crotty ve Epstein 1999; Stiglitz, 2002; Ray 2015) uzun yıllardır savunduğu sermaye kontrolleri bazı ülkelerde kısmi olarak uygulanmaya bile başlanmıştır (Benlialper ve Cömert, 2015c). Ancak finansal piyasaların ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin sağlanması yönünde ciddi adımlar atılmadıkça merkez bankalarının bağımsız para politikası kapasitesine sahip olması günümüz koşullarında çok zordur.

NOTLAR

¹ İleride bahsedeceğimiz gibi bağımsız para politikasından kastımız yalnızca merkez bankalarının faizlerini yurt dışı faiz oranlarının etkisi dışında belirleyebilmesi değildir. Bağımsız para politikası kavramını merkez bankası politikalarının temel makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini de kapsayacak şekilde kullanıyoruz. Bu bakımdan metin boyunca para politikası bağımsızlığı ile etkinliğini eş anlamlı olarak kullanmaktayız.

² Örneğin, İngiltere faiz hadlerini altın stoklarını çekmek için artırdığında serbest sermaye hareketleri altında diğer ülkeler de bunu takip etmek durumunda kalmışlardır. Bu anlamda İngiltere diğer ülkelerin para arzı, fiyat seviyesi üzerinde epey etki edebilmiştir. Bir anlamda, bu şartlar altında diğer ülkelerin bağımsız para politikası izlemesi için çok da geniş bir alanı yoktur (Bordo, 1993).

³ Bu durum sermaye serbestliğinin 1980'li yıllar sonrasında özellikle gelişmiş ülkelerde neden sıkı sıkıya uygulandığına dair de ipuçları sunmaktadır.

⁴ Bu sebepler arasında iki rezerv para biriminin olması, lider ülke eksikliği ve güçlü ülkeler arasındaki koordinasyon eksikliği sayılabilir. Bunlara Fransa ve Amerika Birleşik Devletleri'nin ödemeler dengesi fazlasını sterilize ederek dünya genelindeki deflasyonist bir baskıya destek olması da eklenebilir (Bordo, 1993).

⁵ Konvertibilitenin farklı zamanlarda farklı kullanımları vardır. Klasik altın standardı altında konvertibilite, kişilerin herhangi bir ulusal para birimini serbestçe resmi sabit fiyattan altına çevirebilmesi olarak değerlendirilmiştir. Altın standardı altında, altın ve ulusal para birimi arasındaki değişim fiyatının serbestleşmesi bahsedilen konvertibilitenin bozulması anlamına gelmektedir. (Triffin, 1960: 22). İkinci Dünya Savaşı öncesinde ise konvertibilite ekonomik birimlerin uluslararası işlemlerinde yabancı bir ülkenin para birimini kullanabilme serbestisi anlamına gelmektedir. BW sistemi altında konvertibilite ekonomik birimlerin döviz kontrolleri olmadan cari hesaplarla ilgili işlemleri yapabilme serbestisine denir (Bordo, 1993). Tew (1988) bu durumu pazar konvertibilitesi (market convertibility) olarak değerlendirmiştir. Resmi konvertibiliteyi ise resmi kurumların kuru belirli bir bantta sabit tutabilmeleri için serbestçe döviz alım satım işlemlerini gerçekleştirebilmeleri olarak tanımlamıştır. Tew (1988)'e göre bu iki konvertibilite BW sistemi altındaki konvertibiliteye tekabül etmektedir.

⁶ Bu sistem içinde IMF'nin üye ülkeler üzerinde çok ciddi bir kaldırıcı olmasa da üye ülkelerin kaynak ihtiyacını karşıladığından ve üye ülkelere kredi vermeyi kesmesinin işaret etkisi nedeniyle yine de belirli bir gücünün olduğu varsayılabilir. Ancak BW sistemi boyunca ABD ve bir iki güçlü ülke daha çok IMF dışında kendi aralarındaki antlaşmalarla BW sistemini sürdürmüşlerdir.

⁷ Burada risk vb. gibi faktörlerin ülke grupları için eşit olduğu varsayımı vardır.

⁸ MF modelinde tek bir faiz haddi vardır. Merkez bankalarının tüm piyasa faiz oranlarını ve kredi genişlemesini kendi faiz oranı aracılığı ile belirleyebildiği varsayılmaktadır.

⁹ Bazı yazarlar BW sistemi ABD para politikasının gecikmeli enflasyonist etkilerinden dolayı çöktüğünü iddia ediyorlar (Darby ve Lothian, 1983).

¹⁰ Eğer çoğunluk kabul ederse (IMF'de yüzde 10 kotası olan tüm ülkelerin kabul etmesi gerek) doları altın karşısındaki değeri ayarlanabilir. BW sistemi altında taahüt ve itibarın etkisi dışında herhangi açık bir resmi yaptırım yoktur.

¹¹ Roosa bonoları altın talebini azaltmak için ABD Hazine Müşaviri Robert Roosa'nın girişimleriyle piyasaya sürülen ABD hazine bonolarıydı. Bu bonolar yurt dışındaki dolar fazlasını güvenilir uzun dönemli ABD kağıtlarıyla değiştirilmesini amaçlıyordu. Bir tür uluslararası sterilizasyon işlemi olarak da düşünülebilir (Makin, 1971).

¹² Merkez bankası bağımsızlığı ve kararlarının şeffaf bir şekilde alınması görüşü ağırlık kazanmıştır. Ayrıca merkez bankalarının faiz oranlarını aşamalı olarak değiştirmesinin özel sektör beklentilerine etkisi yüzünden faydalı olacağı vurgulanmıştır (Woodford, 2003)

¹³ Yeni yazın özellikle risk alma kanalı (Gambacorta, 2009; Bruno ve Shin, 2015) üzerinden FED'in düşük faiz politikasının kredi genişlemesine katkı yapmış olabileceğini vurgulamaktadır. Ancak, ilginç olarak Greenspan'ın muammasının da (conundrum) (Greenspan, 2005) ima ettiği gibi, faiz artışları bu süreci pek tersine çevirememiştir. Greenspan faiz artışlarına rağmen piyasanın pek tepki vermediğini ifade etmektedir. Buna paralel olarak, FED faizlerinin artmaya başladığı 2004 sonrası dönemde bilanço artışlarındaki hız yavaşlamamış aksine finansal şirketlerin bilançoları şişmeye devam etmiştir. Daha çok araştırmaya ihtiyaç duyulmakla birlikte,

büyük ihtimal, faiz hadleri ile finansal firmaların bilançoları arasında doğrusal olmayan bir ilişki vardır. Bir anlamda faiz hadlerinin düşük olduğu dönemlerde olumlu beklentilerin de etkisi ile bilançolarda genişlemeler yaşanırken faiz hadleri artarken, en azından belirli bir eşişe kadar, bu etkinin çok güçlü olmadığını düşünmek daha makul görünmektedir.

¹⁴ Bu ülkeler şu şekildedir: Brezilya, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye.

KAYNAKÇA

- Aizenman, J., M.D. Chinn, H. Ito, (2008), “Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma’s Configurations Over Time”, (No. w14533), National Bureau of Economic Research.
- Adrian, T., H.S. Shin (2009), “Money, Liquidity, and Monetary Policy”, FRB of New York Staff Report”, No: 360.
- Barth, J.R., R.D. Brumbaugh, J.A. Wilcox (2000), “Policy Watch: The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking”, *The Journal of Economic Perspectives*, 14(2), 191-204.
- Benlialper, A., H. Cömert (2015a), “Implicit Asymmetric Exchange Rate Peg under Inflation Targeting Regimes: The Case of Turkey”, *Cambridge Journal of Economics*, doi:10.1093/cje/bev073, First Published Online November 12, 2015.
- Benlialper, A., H. Cömert (2015b), “Global Constraints to Central Banking: The Case of Turkey”, (No. 15/13), Economic Research Center.
- Benlialper, A., H. Cömert (2015c), “Central Banking in Developing Countries after the Crisis: What Has Changed?”, (No. 395), Political Economy Research Center.
- Bernanke, B.S. (2007), “Globalization and Monetary Policy”. Remarks by the Chairman of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, at the Fourth Economic Summit, Stanford Institute for Economic Policy Research, (2 Mart 2007), Stanford, California.
- Bloomfield, A.I. (1959), *Monetary Policy under the International Gold Standard: 1880-1914*. Federal Reserve Bank of New York.
- Bordo, M.D. (1993), “The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview” in M. D. Bordo ve B. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago: University of Chicago Press, 3-108.
- Bruno, V., H.S. Shin (2015), “Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy”. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119-132.
- Cömert, H. (2012), “Decoupling between the Federal Funds Rate and Long-Term Interest Rates: Decreasing Effectiveness of Monetary Policy in the US”, (No. wp295), Political Economy Reserch Center.
- Cömert, H. (2013), *Central Banks and Financial Markets: The Declining Power of US Monetary Policy*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

- Crotty, J., G. Epstein (1999), "A Defense of Capital Controls in Light of the Asian Financial Crisis", *Journal of Economic Issues*, 33(2), 427-433.
- Darby, M.R., J.R. Lothian (1983), *The International Transmission of Inflation*, Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B.J. (1998), *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press.
- Epstein, G. (2006), "Central Banks as Agents of Economic Development", (No. 2006/54), *UNU-WIDER, Research Paper*, United Nations University (UNU).
- Epstein, G. (2013), "Developmental Central Banking: Winning the Future by Updating a Page from the Past", *Review of Keynesian Economics*, 1(3), 273-287.
- Feinman, J.N. (1993), "Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform", *Federal Reserve Bulletin*, 79, 569-589.
- Fleming, J.M. (1962), "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates", *International Monetary Fund Staff Papers*, 9(3), 369-380.
- Gambacorta, L. (2009), "Monetary Policy and the Risk-Taking Channel". *BIS Quarterly Review*, December, 43-53
- Geithner, T. (2006), "Global Economic and Financial Integration: Some Implications for Central Banking", Remarks at the Columbia Business School Center on Japanese Economy and Business 20th Anniversary Conference, (26 October 2006), Columbia University, New York City.
- Gilbert, M. (1968), "The Gold-Dollar System: Conditions of Equilibrium and the Price of Gold" (No. 70), *Essays in International Finance*, Princeton University.
- Gilbert, R.A. (1986). "Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away." *Review*, February, 22-37.
- Greenspan, A. (2005), "Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress", Testimony: Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 21 July 2005.
- Kenen, P.B. (1960), "International Liquidity and the Balance of Payments of a Reserve-Currency Country", *The Quarterly Journal of Economics*, 74(4), 572-586.
- Makin, J. H. (1971), "Swaps and Roosa Bonds as an Index of the Cost of Cooperation in the Crisis Zone", *The Quarterly Journal of Economics*, 85(2), 349-356.
- Mohanty, M.S., M. Klau (2001), "What Determines Inflation in Emerging Market Economies?" (No.8), *BIS Working Papers*, Bank for International Settlements.
- Mundell, R. A. (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates", *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475-485.
- Obstfeld, M., J.C. Shambaugh, A. Taylor (2005), "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility", (No.10396), *NBER Working Paper*, NBER.
- Papademos, L. (2008). "Globalisation and Central Bank Policies", Speech at the Bridge Forum Dialogue, Luxembourg, 22 January 2008.

- Rey, H. (2015), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", (No. w21162), National Bureau of Economic Research.
- Schwartz, A.J. (2009), "Introduction" in M.D. Bordo, A. J. Schwartz (eds.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, Chicago: University of Chicago Press, 1-22.
- Shiller, R.J. (2000), "Margin Calls: Should the Fed step in?", *Wall Street Journal*, 10 April 2000.
- Stiglitz, J.E. (2004), "Capital-market Liberalization, Globalization, and the IMF", *Oxford Review of Economic Policy*, 20(1), 57-71.
- Thornton, D.L. (2007), "The Unusual Behavior of the Federal Funds and 10-Year Treasury Rates: a Conundrum or Goodhart's Law?", Federal Reserve Bank of St. Louis, R.Triffin, (ed.), (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University.
- Tew, B. (1982), *The Evolution of the International Monetary System, 1945-81*, London: Hutchinson.
- Volcker, P. (2002), "Monetary Policy Transmission: Past and Future Challenges", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 8(1), 7-11.
- Warnock, F.E, V.C Warnock, V.C. (2009). "International Capital Flows and U.S. Interest Rates", *Journal of International Money and Finance*, 28(6), 903-919.
- Woodford, M. (2002), "Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, May, 85-94.
- Woodford, M. (2003), "Optimal Interest-Rate Smoothing", *The Review of Economic Studies*, 70(4), 861-886.