

Yilmaz, Durmuş

**Working Paper**

## Yaşanan Finansal Krizler Çerçevesinde Merkez Bankası Hakkındaki Görüşlerimiz Nasıl Etkilendi?

Discussion Paper, No. 2011/9

**Provided in Cooperation with:**

Turkish Economic Association, Ankara

*Suggested Citation:* Yilmaz, Durmuş (2011) : Yaşanan Finansal Krizler Çerçevesinde Merkez Bankası Hakkındaki Görüşlerimiz Nasıl Etkilendi?, Discussion Paper, No. 2011/9, Turkish Economic Association, Ankara

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/81606>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



# **TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU**

TARTIŞMA METNİ 2011/9

[http ://www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)

## **YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER ÇERÇEVESİNDE MERKEZ BANKASI HAKKINDAKİ GÖRÜŞLERİMİZ NASIL ETKİLENDİ?**

**Durmuş Yılmaz**

**Aralık, 2011**

# YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER ÇERÇEVESİNDE MERKEZ BANKASI HAKKINDAKİ GÖRÜŞLERİMİZ NASIL ETKİLENDİ?<sup>1</sup>

**Durmuş Yılmaz**

**TC Merkez Bankası Eski Başkanı ve Cumhurbaşkanlığı Ekonomi Başdanışmanı**

Bir tespit ile konuşmama başlamak istiyorum. IMF'nin bir çalışmasına göre son 50 yılda 90 ülkede 125 kriz yaşanmıştır Hiç bir ekonomik kriz, hatta hiç bir savaş sonsuza dek devam etmemiştir. Önceki krizler sona erdiği gibi, içinden geçmekte olduğumuz global kriz de, arkasında acılar çekmiş bir nesil bırakarak son bulacaktır.

Şunu aklımızdan hiç çıkarmayalım. Krizlerin olmadığı bir dünya mümkün değildir. Bundan sonra da krizler olmaya devam edecektir. Sorulması gereken soru, krizlerin ne zaman son bulacağı değil, bu soru önemli olmakla birlikte, krizlerin bizi nasıl değiştireceğidir.

Her kriz öncelikle meydana geldiği dönemin kabullerini allak bullak eder, ekonomik birimleri yeni arayış ve çözüm yollarına yöneltir. Şimdiki krizde de aynısı yaşanmaktadır. Her şeyden önce ezberlerimiz bozuldu. Başta merkez bankaları olmak üzere, ekonomi yönetimleri, önceki dönemde yapılmasının yanlış olduğuna inanılan bir dizi tedbir aldılar ve uygulamaya koydular.

Bu uygulamalar ve yaklaşımlar da doğal olarak sayıları henüz çok fazla olmamakla birlikte, bazı kesimlerde merkez bankacılığının hedeflerinin ve operasyonlarının yeniden ele alınması gerektiği yönünde bakış açılarının oluşmasına neden oldu. Dolayısıyla, ben bu günkü konuşmamda yaşanmakta olan krizle birlikte merkez bankacılığının değişip değişmediğini, değişti ise hangi alanlarda ve ne ölçüde değiştiğini, kriz sona erdiğinde nasıl bir merkez bankacılığı ile baş başa kalacağımızı üç ana konu çerçevesinde anlatmaya çalışacağım.

Bunlardan ilki enflasyon hedeflemesine yöneltilen eleştiri ve itirazlar. İleri sürüldüğü ve iddia edildiği şekilde enflasyon hedeflemesinden vazgeçilmesinin zamanı geldi mi? Yoksa bu görüşler aceleci, zamansız bir öngörü mü? İkincisi merkez bankaları fiyat istikrarı görevlerine ilave olarak veya onun yerine kaim olmak üzere finansal istikrara daha fazla mı önem vermeliler? Üçüncüsü, merkez bankalarına verilen veya verilmesi düşünülen ilave

---

<sup>1</sup> Türkiye Ekonomi Kurumu'nun 10 Aralık 2011'de Ankara'da düzenlediği 82. Kuruluş Yıldönümü Tartışmalı Toplantısında yapılan konuşmanın metnidir.

görev ve sorumluluklar çerçevesinde değerlendirildiğinde merkez bankalarının bağımsızlığı zarar görür mü, tehlikeye düşer mi?

Enflasyon hedeflemesi ile başlar isek, kriz öncesinde ve kriz esnasında, bazı kesimler, enflasyon hedeflemesi rejiminin kendisinden bekleneni veremediği için terk edilmesi gerektiğini söylediler. Ancak, hemen belirtilmelidir ki, “ bekleneni vermedi” den ne anlaşılması gerektiği çok açık ve net değildir. Çünkü enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerin hiç birinde hızlı enflasyon veya deflasyon görülmediği gibi, başarının bir ölçütü olan enflasyon beklentilerinde de aşırı bozulma görülmemektedir. Ayrıca tüm eleştirilere rağmen, enflasyon hedeflemesinin yerine ikame edilebilecek henüz daha iyi bir alternatif yöntem konulamamıştır. Örneğin, parasal büyüklükler hedeflemesi bir alternatif olabilir mi? Hepimizin bildiği üzere, parasal büyüklük hedeflemesinin uygulanabilirliği 1980’li yıllardan itibaren sorgulanmaya başladı ve bu gün, takip eden dönemde ortaya çıkan finansal mühendislik ve icatçılık nedeniyle, uygulanabilirliği daha da zayıflamış bulunmaktadır. Bugün tüm merkez bankaları karar alma süreçlerinde parasal büyüklüklere de bakmakla birlikte, yalnız Avrupa Merkez Bankası, iki sütunlu para politikası uygulaması çerçevesinde parasal büyüklükleri formel olarak karar alma mekanizmasına entegre etmiş bulunmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi bir alternatif olabilir mi? Bazı ülkeler için döviz kuru hedeflemesi optimum olabilir gibi görünse de, 2001 krizi esnasında tecrübe ettiğimiz üzere, Türkiye gibi ödemeler dengesinde açık veren dışa açık ekonomiler için düşünülmesi bile mümkün olmayan uygulamadır.

Benim anladığım ve gördüğüm odur ki, enflasyon hedeflemesini eleştirenler aslında yöntemin bizatihi kendisini değil, daha çok onun fiyat istikrarı üzerindeki ısrarını eleştirmektedirler. Bu görüşe göre; enflasyon yüksek oranlı büyüme, düşük işsizlik oranı, düşük faiz oranı vb gibi diğer amaçların gerçekleştirilmesinde karşılaşılan ve birlikte yaşanılmasına alışık olmamız gereken bir “günahtır”. Bu eleştiriyi, özellikle ülkemiz yönünden şöyle okumakta mümkündür. Belirlenen enflasyon hedefine ulaşabilmek için gerektiğinde hem aşağı hem de yukarı yönlü hareket etmesi gereken politika faiz oranlarının yalnız aşağı yönlü hareket etmesi gerektiğine kesin inancı olan bazı kesimler, örtük de olsa, biraz enflasyondan zarar gelmez demektedirler. Eski bir merkez bankacı olarak benim bu görüşü desteklemem mümkün değildir. Çünkü bu ülke enflasyonun ne kadar tahripkar bir olgu olduğunu yaşayarak test etmiş bulunmaktadır. Vatandaşın cebine koyduğumuz paranın satın alma gücünden 30 yıldan fazla bir sürede her yıl çaldığımız ortalama %70 oranındaki

değer kaybının neden olduğu yüksek enflasyon ve dolayısıyla yüksek faiz ekonomimizi felç etmişti. Ne zaman ki enflasyonu kontrol altına aldık, o zaman faizleri düşürüp bütçemizde hareket alanı yarattık ve yapılan faiz tasarrufları ile bildiğiniz alt yapı yatırımlarını yapabilir hale geldik. O nedenle hiçbir zaman biraz enflasyondan zarar gelmez dememeliyiz. Ülke olarak hedefimiz enflasyonsuz yüksek büyüme olmalıdır.

Bu gün gelinen nokta itibariyle, bazı kesimlerde şüpheler ortaya çıkmış olsa da, hem teorik hem de saha çalışmaları, yapılan araştırmalar ve ülkelere özgü örneklerin de gösterdiği üzere, fiyat istikrarı, uzun dönemde toplumların refah düzeyini artıracak olan yüksek ve sürdürülebilir büyümeye merkez bankalarının yapabilecekleri yegane katkıdır. Aksi ispat edilinceye kadar, bu görüşte ısrar edilmesi gerektiğini düşünüyorum. Churchill'in meşhur cümlesinde ifade ettiği üzere, diğer tüm rejimleri bir kenara koyduğumuzda, Demokrasi en kötü rejim olabilir. Ama daha iyisi de yok. Bu söylem enflasyon hedeflemesi için de geçerlidir.

İkinci meselemiz finansal istikrara gelince, gerçekten merkez bankaları fiyat istikrarı amacı yerine veya ona ilave olarak finansal istikrara daha fazla mı dikkat sarf etmelidir? Her şeyden önce, benim bilebildiğim kadarı ile söylemem gerekir ise, merkez bankacılığının ne olduğunu bilmeyen ve fazla dikkate alınmaması gereken biraz enflasyondan zarar gelmez diyen dar bir kesim dışarı da bırakıldığında, hiç kimse finansal istikrarı fiyat istikrarının yerine koymayı düşünmemekte ve önermemektedir. Önerilen, fiyat istikrarının içinde cereyan ettiği finansal sistemin sağlıklı olabilmesi için finansal istikrarın tamamlayıcı öge olarak fiyat istikrarının yanına konmasıdır ve bu doğru bir öneridir. Olaya bir merkez bankacılığı açısından baktığımızda, finansal istikrarın kritik bir öneme sahip olduğu hususunun yeni bir olgu olmadığını kolayca görebiliriz. Finansal sistemin ve ödemeler mekanizmasının sorunsuz, düzgün bir şekilde çalışması, daha ilk kuruldukları günden bu yana merkez bankalarının ilgi ve görev alanı olmuştur. Gerçekten, merkez bankalarının finansal sistem için son kredi mercii olmaları ve bankaların bankası olarak nitelenmeleri bu nedenden dolayıdır. Bununla beraber, süreç içerisinde finansal sistem daha komplike hale gelmiş ve sistem eksponensiyel olarak gelişip büyümüştür. Bu gelişme finansal istikrarın sağlanmasında bazı ülkelerde kurumsal yapı değişikliğine neden olmuş ve finansal sistemin düzenlenmesi, gözetilmesi ve denetlenmesi merkez bankalarından alınarak yeni oluşturulan diğer kurumlara transfer edilmiştir. Ülkemizdeki kurumsal düzenleme de bu şekildedir. Finansal istikrarın tamamlayıcı unsurlarından olan makro-ihtiyati tedbirler dediğimiz politika uygulamalarına, yetki ister

merkez bankalarında ister diğer bağımsız kurumlarda olsun, makro bir perspektiften yaklaşmaktadır.

Yukarıda da belirtildiği üzere, kuruldukları ilk günden beri, bazılarının kanunlarında açıkça zikredilmemekle birlikte, merkez bankalarının amaç ve görevleri arasında bulunan; ancak işlerin iyi gittiği zamanlarda üzerinde çok fazla durulmayan, kriz dönemlerinde ise belirginleşen ve öne çıkan finansal istikrar ile fiyat istikrarını ortak bir çerçeveye oturtmak, bu gün krizin merkez bankalarının önüne koyduğu en önemli meydan okumalardan biridir. Başka bir ifadeyle, merkez bankalarının, aynı olgunun biri ön yüzü diğeri arka yüzü olan ve birbirini tamamlayan, bazen de zıt istikamette gelişen ve de zaman zamanda çelişebilen; birincil görev olan fiyat istikrarı ile finansal istikrarı bir arada görüp gözetecek, aynı anda realize edecek politika araçlarını tanımlamak ve operasyonel uygulamasını mümkün kılacak bir çerçeve oluşturmak vazifeleri bulunmaktadır.

Bilindiği üzere, enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankaları para politikasının duruşunu belirlerken, ince ayar yaptıkları kısa vadeli politika faizini esas almaktadırlar. Kısa vadeli politika faizi ise ekonominin tümünü etkileyebilen politika aracı olması nedeniyle, her iki hedefe aynı anda ulaşmak için kullanılması, istenmeyen veya hesaba katılamayan sonuçlar doğurabilir.

Ekonominin tam istihdam seviyesinde fiyat istikrarını sağlayacak olan optimum politika faiz oranı finansal piyasaların istikrarı için gerekli olan optimum faiz seviyesinden farklılaşabilir. Hepimizin bildiği “Tinbergen Kuralı”na göre bir enstrüman yalnız bir amacın elde edilebilmesi için kullanılabilir. Yani kısa vadeli faizler fiyat istikrarı için kullanıldığında, diğer hedefi gerçekleştirebilmek için açık ve net olarak ikinci bir politika aracı setine/setlerine ihtiyaç vardır. Bu ikinci grup politika araçları, finansal aktiviteyi doğrudan etkileyen, sermaye yeterlilik rasyosu, karşılık oranları, kredi-değer oranı gibi makro ihtiyati (makro prudential) tedbirler ile vergi düzenlemelerdir.

Finansal istikrar bağlamında krizin daha çok tartışılır hale getirdiği diğer bir konu merkez bankalarının oluşan köpüklere nasıl yaklaşmaları gerektiğidir. Varlık fiyatlarında oluşan köpüğü önceden görmek ve bunun giderilmesi için önlem almak mümkün müdür? Yanıt hem evet, hem hayır. Yanıt evet, çünkü köpükler önceden tespit edilebilir. Yanıt hayır, her ne kadar köpükler tespit ve teşhis edilebilirse de bunları patlatmak için kararlar almak ve uygulamaya koymak görüldüğü kadar olmayabilir. Öyle ya, örneğin konut ve otomobil

üreticileri ürettiklerini satabiliyorlarsa, alıcılar hallerinden memnun iseler, bankalar kredi vermeye istekli iseler, dönen çarka kim çomak sokmaya cesaret edebilir? Sorumluluğunu müdrük bir ekonomi yönetimi buna cesaret edebili/etmelidir. Yani hepimizin bildiği o meşhur cümlede ifade edildiği gibi partinin en eğlenceli yerinde birileri içki şişelerini toplayıp, katılımcıların sarhoş olmadan güvenle evlerine gidebilmeleri için partiyi sonlandırmalıdır.

Kriz öncesinde eski FED(ABD Merkez Bankası) Başkanı Allen Greenspan köpüklere müdahale edilmemesini, daha doğrusu müdahale edilemeyeceğini söylüyordu. Çünkü müdahale edilecek şeyin köpük olup olmadığı kesin olarak bilemeyiz diyordu. Bununla beraber, kriz sonrasında ki gelişmeler ve yapılan tartışmalar dikkate alındığında, dengenin müdahale yapılmalıdır diyenler tarafına doğru kaydığı görülmektedir. Bu görüşe göre, merkez bankalarının olaylara meydana gelmeden önceki müdahale kapasiteleri, olay olup bittikten sonraki müdahale kapasitelerinden farklı değildir. O nedenle, merkez bankaları beklememeli, zira ortaya çıkan kaosu temizleme kapasiteleri, şu anda Euro Bölgesi'nde yaşanmakta olduğu şekilde, yüksek değildir.

Üçüncü konu merkez bankası bağımsızlığına gelince; krizle birlikte, gelişmiş ülke merkez bankalarının, özellikle FED'in quassy-fiscal, maliye politikası benzeri uygulamalar yapmaları ve kendilerine yeni normal denilen ortamda birden fazla hedef belirlemeleri merkez bankalarının bağımsızlıklarını tehdit edip etmediği sorusunu gündeme getirmiştir. Çoğu kez, birçok kişi tarafından yanlış anlaşılan bağımsızlık kavramı üzerinde biraz durmanın faydalı olacağını düşünüyorum. Her şeyden önce, merkez bankası bağımsızlığı, hükümetten bağımsızlık, başına buyrukluğa değildir. FED eski başkanlarından Bill Martin'inde belirttiği üzere, bağımsızlık "hükümetten bağımsızlık" değil, "hükümet içinde bağımsızlık" olarak algılanmalıdır. Bu tanımın biraz daha detaylı olarak açıklanmasına gereksinim vardır. Demokrasilerde iktidarlar tüm güçlerini halkın belli aralıklarla yapılan seçimlerde ortaya koydukları istek ve arzularından alırlar. Karar alıcıların kararlarının arkasındaki meşruiyet kaynağı da budur. O nedenle, seçmenler tarafından sandıkta onaylanan hükümet programlarına destek vermek tüm kamusal birimlerin görev ve sorumluluğudur. Bu açıdan bakıldığında, TCMB Yasası'nda yer alan "...Banka hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler" hükmü tesadüf değildir. Ama bir dakika, bu hükmün bir ön koşul vardır. "... fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla..." Şeklinde formüle edilen bu ön koşul merkez bankası bağımsızlığını teyiden Yasaya'a hükümet tarafından bizzat konmuştur.

İnsan soyunun yüzlerce yıllık tarihi tecrübesi göstermiştir ki, enflasyon olarak tanımlanan paranın satın alma gücünün azalması kaynak dağılımını bozduğu için kalkınmanın önündeki engellerden birisidir. Enflasyon aynı kuşakta yer alan aynı katmanlar arasında adaletsizliğe neden olduğu gibi, kuşaklar arasındaki adaletsizliğin de ana nedenidir. Kısacası enflasyon kul hakkıdır. Ulusların refahını ve ekonomik istikrarını sağlamak üzere enflasyonla mücadele etmek her zaman hükümetlerin görevi olmuştur. Ancak zaman içerisinde, hükümetler paranın satın alma gücünün korunması görevini merkez bankalarına bırakmışlar ve onları bu görevi yerine getirebilmeleri için gerekli araç ve yetkilerle donatmışlardır. Ben merkez bankası bağımsızlığını hükümetlerin yönettikleri toplum ile olan sosyal ve ekonomik mukavelelerinin yerine getirilmesi ve ilerletilmesi için, hükümet tarafından istenilerek ve bilerek verilen araçlardan birisi olarak algılıyorum. Bu da amaç bağımsızlığı ile araç bağımsızlığı arasındaki farkı açıklamaktadır.

Merkez bankasının kendi amacını belirleme özgürlüğü olarak tanımlanabilecek amaç bağımsızlığı demokratik bir toplumda izahı güç bir konudur. Münhasıran merkez bankalarına özgü olmamakla birlikte, bağımsız kurumların olduğu yerde mutlaka demokrasi açığı vardır. Öte yandan, hiç bir müdahale olmadan, kendisini hedefe ulaştıracak politika araçlarını belirleyebilmesi olarak tanımlayabileceğimiz araç bağımsızlığının da fiyat istikrarı ve dolayısı ile ekonomik istikrar için hayati önem arz ettiği unutulmamalıdır. Araç bağımsızlığının meşruiyet kazanabilmesi için merkez bankalarının hesap verebilir olmaları gerekmektedir. Kısacası, hükümetten bağımsız olamamak, amacın hükümet tarafından veya merkez bankası ile hükümet tarafından birlikte belirlenmesini; hükümet içinde bağımsız olmak ise, merkez bankasının tespit edilen hedefe kendi iradesiyle belirlediği araçları serbestçe kullanarak ulaşması anlamına gelmektedir. Operasyonel bağımsızlık fiyat istikrarı için olmaz ise olmaz bir koşul olurken, merkez bankalarının hükümete bir kol uzaklığında durmaları gerekmektedir.

Merkez bankalarına finansal istikrar gibi ilave görevler verilmesinin merkez bankası bağımsızlığını tehdit edip etmediği konusuna gelince, zannedirim burada bir risk olabilir. Niçin olduğunu şu anekdotla açıklayabiliriz. Hatırlanacağı üzere, 2008 yılında FED ABD Finansal sisteminin çöküşünü önlemek amacıyla bir çok cephede savaşırken, ticari bankalara, yatırım bankalarına, menkul kıymet aracı kurumlarına, aklınıza ne gelirse, ihtiyaç duyan herkese milyarlarca dolar tutarında kamu kaynağı aktarıyordu. Verilen bu fonlar karşılığında



teminat alınmıştı, çünkü başka türlüünü düşünmek mümkün olmamakla birlikte, bu teminatların değeri şaibeli idi ve hızla da değer kaybediyordu. Kısacası FED tehlikeli sularda yol alıyordu. Maliye ve para politikasının sınırları karışmış, FED maliye politikası benzeri işler yapıyordu. Tam bu noktada eski başkanlardan Paul Walker FED'in yasal yetki sınırlarının ilerisine geçtiği uyarısında bulunmuştu. Lehman Brothers şirketinin 15 Eylül'de batmasından bir gün sonra FED hatırlayacağımız üzere, finansal çöküşü önlemek amacıyla AIG Şirketine \$85 milyar vermişti. Hazine sekreteri Henry Paulson'un hatıralarından öğrendiğimize göre, ertesi gün Fed Başkanı Bernanke para politikası sorumluluğu ile maliye politikası sorumluluğunu ayırıştırarak kırılma noktasına geldiklerini söyleyerek, hükümetin Kongre'ye giderek yapılacak olan operasyonlarda kullanılacak kamu kaynakları için onay alınmasını istemişti. Zira kamu kaynaklarının nasıl kullanılacağına yetkili olan Kongre idi.

Bu anekdottan çıkarmamız gereken ders şudur: Görev ve yetki alanının sınırlarını bil ve bu görevlerini yerine getirmeni sağlayacak enstrümanlara sahip ol. Başkasının araçlarını kullanırsan bağımsızlığın zarar görür. Merkez bankası bağımsızlığı dediğimiz olgunun temelinde “amaç bağımsızlığı” ile “araç bağımsızlığı” arasındaki farklılık yatmaktadır. Amaç bağımsızlığı kanunda yazılıdır. Araç bağımsızlığı ve operasyonel hedefler ise, yukarıda verilen FED uygulamasında olduğu gibi net olmayabilir ve başka bir otoritenin görev alanına girebilir. Dolayısıyla, merkez bankalarının aşırı genişleyerek esnekliğini kaybeden bir yapıya dönüşmeleri, kendi içinde çelişen politika uygulamaları nedeni ile kurum içi çatışmaların ortaya çıkması, artan yetki ve sorumluluklara paralel olarak daha kuvvetli bir siyasi baskıya maruz kalmaları ve araç bağımsızlıklarını kaybetmeleri yaşanabilecek sorunların bir kaçıdır. Kısacası, şayet merkez bankaları finansal sistemle ilgili tüm düzenleyici ve denetleyici faaliyetleri üstlenirler ve sistem için tek sorumlu otorite haline gelirler ise, tüm bu amaçları gerçekleştirmek üzere ihtiyaç duydukları araç sayısı artar öyle bir noktaya gelinebilir ki demokratik prensipler gereği hükümetle daha yakın ve içli-dışlı koordinasyon ve işbirliği içine girebilirler. Bu da merkez bankası bağımsızlığına zarar verebilir. Ülkemizde de bu kaygı Finansal İstikrar Komitesi düzenlemesi ile aşılmaya çalışılmıştır.

Konuşmamın başında sorduğum “kriz sonrasında nasıl bir merkez bankacılığı ile karşılaşacağımız” sorusuna, yukarıda değindiğim kısa açıklamalar çerçevesinde şöyle yanıt verebileceğimizi düşünüyorum. Başta FED olmak üzere, gelişmiş ülke merkez bankalarının bilançolarında yok yok. Merkez bankası para politikası operasyonlarına yalnız kaydi para yaratan bankalar taraf olabilirken, krizle birlikte sigorta şirketleri, reel sektör kuruluşları gibi

ekonomik birimler de taraf olarak kabul edilmişlerdir. Teminata kabul edilebilen kıymetler ile ilgili standartlar alabildiğince gevşetilmiş, bilançolar değeri şüpheli “çöp” enstrümanlarla doldurulmuştur. Merkez bankaları birincil piyasadan hazine kağıdı almamakla birlikte – ki bunu tavsiye edenler, önerenlerde yok değildir- ikincil piyasadan doğrudan hazinelere yardım amacına yönelik kıymet almışlar ve miktarsal genişlemeye yönelik işlemler standart hale gelmiştir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülke merkez bankaları da bu türden geleneksel olmayan operasyonlar yapmamakla birlikte, merkez bankaları krizle birlikte tozlu raflarına kaldırdıkları politika araçları setinde zaten var olan zorunlu karşılıklar ve bunlara faiz uygulanmaması, döviz piyasası işlemleri ve politika faizi aralığı teknikleri gibi araçları politika faiz oranları ile birlikte daha sık kullanmaya başlamışlardır.

Kriz sona erdiğinde, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına son verileceğini ve merkez bankaları bilançolarının temizleneceğini düşünüyorum. Öte yandan, enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili tartışmaların devam edeceğini, ancak sonuçta tamamen terk edilmeyeceğini ve merkez bankalarının birincil görevi olan fiyat istikrarından kesinlikle vaz geçilmeyeceğini düşünüyorum. Üstelik gerçekleştirilen bunca parasal genişlemenin olası enflasyonist sonuçlarının olacağı ve o gün geldiğinde fiyat istikrarı hedefinin daha da önem kazanacağı beklenmelidir. Finansal istikrar ise fiyat istikrarına alternatif olmadan, onu tamamlayan bir unsur olarak, merkez bankası objektif fonksiyonunda yerini alacaktır. Organik yasında finansal istikrar yazmayan merkez bankalarının yasalarında bu hususta düzenlemeler yapılacağını söylemek bir öngörü olmasa gerek. Bu bağlamda, bir hedef için bir araç zorunluluğundan hareketle, uygulayıcılar akademik çevreler fikir ve yöntem üretmeye devam edeceklerdir. Kısa bir süre önce TCMB'nin İstanbul'da bu konuda düzenlediği uluslararası konferans bu çalışmaların öncüsü olarak kabul edilebilir. Finansal istikrar araçlarından makro ihtiyati düzenlemelerin merkez bankalarına veya başka bir kurumun sorumluluğuna verilmesi tartışmaları ülke deneyimlerine göre şekillenecektir.

Krizle birlikte gelişmiş ekonomilerde ortaya çıkan resesyon tehlikesi merkez bankası – hükümet ilişkilerinin bazı alanlarda birbirine karışmasına neden olmuştur. Bu gelişme merkez bankası bağımsızlığı için tehdit olabilir. Özellikle miktarsal genişlemenin neden olacağı enflasyonla baş etmek için ileride merkez bankası bağımsızlığının daha da güçlenmesi olasıdır. Ayrıca merkez bankası bağımsızlığına yönelik olası tehditler dışarıdan değil içeriden gelebilir. Yani kendilerinden beklenen fiyat istikrarını sağlayamayan merkez bankaları kredibilite kaybına uğrayarak, arkalarındaki toplumsal desteği kaybedebilirler.

Son olarak, 1929 Büyük Buhranı ekonomi bilimine John Maynard Keynes'in "General Theory of Employment, Interest and Money" isimli eserini hediye etmiştir. 1929 Buhranı'ndan daha derin olan bu kriz bizlere nasıl bir akademik kitap hediye edecek bilmiyoruz. Ama bilinen bir şey var: O da, özellikle iktisadın etkin piyasalar kuramı büyük yara almış bulunmaktadır. Önümüzdeki 15-20 yılda ekonomi ve finans ders kitaplarında ortaya çıkacak yeni düşüncelere hazırlıklı olmamız temennisiyle hepimizi saygıyla selamlar, beni dinlediğiniz için teşekkür ederim.