

Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Alternatif Politika Çerçeveleri

Öz

Ali İLHAN¹

Küresel finansal krizin, finansal dengesizliklerle mücadelede geleneksel makroekonomik politika çerçevesinin yetersiz kaldığını açık bir şekilde ortaya koyması politika yapıcılarını alternatif politika arayışlarına yöneltmiştir. Bu doğrultuda sistemik riskleri ve bunun neden olabileceği olumsuz dışsallıkları kontrol altına almak, olası şoklar karşısında finansal sistemin direncini güçlendirmek ve diğer iktisat politikalarının etkinliğini arttırmak amacıyla makro ihtiyati politikalar tanımlanmıştır. Makro ihtiyati politikaların tanımlanması ile birlikte, para politikasının finansal sistemdeki gelişmeler karşısındaki tutumuna ilişkin geleneksel reaktif-proaktif politika tepkisi tartışması, finansal istikrarı sağlamaya yönelik politika çerçevesi tartışmasına dönüşmüştür. Kriz sonrası dönemde, politika yapıcılarının finansal dengesizliklere proaktif tepki vermesi yönünde varılan uzlaşya karşın bu tepkinin hangi politika veya politika bileşimi ile verileceği, politikalar arasındaki ilişkinin ve koordinasyonunun ne olacağı başlıca tartışma konularını oluşturmuştur. Bu çerçevede çalışma ile para ve makro ihtiyati politikaların farklı şekillerde yürütülebildiği finansal istikrara yönelik alternatif politika çerçevelerinin ortaya koyulması ve politika çerçevelerinin karşılaştırmalı analizinin gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: *Finansal İstikrar, Para Politikası, Makro İhtiyati Politikalar, Sistemik Risk*

Alternative Policy Frameworks for Financial Stability

Abstract

The fact that global financial crisis has showed clearly that the traditional macroeconomic policy framework is insufficient to fight against financial imbalances has led the policy makers to seek alternative policies. In this direction, in order to control systemic risks and the negative externalities caused by these risks, to strengthen the resistance of the financial system in the face of possible shocks and to increase the effectiveness of other economic policies, macro-prudential policies have been defined. With the definition of macroprudential policies, the traditional discussion of the reactive-proactive policy response regarding the monetary policy's attitude towards developments in the financial system has turned into a discussion of the policy framework for achieving financial stability. Despite the consensus on policymakers' proactive response to financial imbalances in the post-crisis period, 'which policy or policy composition will be provided with this response and what the relationship and the coordination between policies will be' have been the main discussion topics. In this context, it is aimed to provide alternative policy frameworks for financial stability in which monetary and macroprudential policies can be implemented in different ways, and to provide a comparative analysis of policy frameworks.

Keywords: *Financial Stability, Monetary Policy, Macroprudential Policies, Systemic Risk*

¹ Araş. Gör., Uludağ Üniversitesi,
İktisat Bölümü,
alilhan@uludag.edu.tr
ORCID ID: 0000-0001-6201-5353

1. Giriş

Küresel finansal kriz öncesi dönemde, politikaların nihai amaçlarına ulaşarak finansal istikrara katkı sağlayacağı görüşünün hakim olması, para ve finansal istikrar politikaları arasında dikotomiye neden olmuştur. Bu doğrultuda -enflasyon hedeflemesi gereğince- dar bir perspektiften fiyat istikrarına odaklanan merkez bankaları, aktif fiyat balonları ve aşırı kredi büyümesi gibi finansal friksiyonlar karşısında reaktif bir tutum izlemişlerdir. Para politikaları, potansiyel balonlara ve aktif fiyatlarındaki dalgalanmalara tepki gösterilmemesi (benign neglect) ve politika faizi tepkisinin ancak balon patladıktan sonra (clean up) makroekonomik istikrarın tesisi amacıyla verilmesi gerektiğini savunan hakim görüş ile tutarlı bir şekilde yürütülmüştür. Diğer taraftan finansal istikrarı sağlamaya yönelik ihtiyati düzenlemeler ve denetimlerde, bireysel kurumların risklerine (idiosyncratic risk) odaklanılan mikro ihtiyati yaklaşım benimsenmiştir. Buna karşın kriz ile birlikte her bir politikanın nihai hedefine ulaştığı durumlarda bile finansal istikrarın garanti olmadığı net bir şekilde anlaşılmıştır.

Krizin temel politika çıkarımlarından biri, fiyat istikrarının finansal istikrar için gerekli fakat yeterli koşul olmadığıdır. Düşük enflasyon ve istikrarlı üretim düzeyinin olduğu bir ortamda dahi makrofinansal dengesizlikler önemli ölçüde artabilmektedir. Düşük faiz dönemlerinde, para politikasının risk alma (risk-taking) kanalındaki değerlendirme etkileri ve getiri arayışlarının ekonomik birimlerin üstlendikleri risklerde içsel artışlara yol açabilmesi, para politikasına ilişkin kararlarda finansal istikrarı dikkate alma gerekliliğini işaret etmektedir. Bununla birlikte finansal döngülerin¹ (financial cycles) konjonktürel döngülerden (business cycles) farklı bir kavram olması döngüsel risklerin kontrolünde ihtiyaç duyulan araç setlerini de farklılaştırmaktadır. Finansal döngü ile konjonktürel döngü arasındaki bağlantının kopduğu dönemlerde merkez bankaları bir açmazın içerisine sürüklen-

mektedir. Örneğin kredi piyasalarındaki aşırı ısınmaya bağlı olarak aktif fiyatları anormal düzeyde artarken reel ekonomik faaliyetlerin son derece düşük seviyelerde olması, finansal döngüyü kontrol altına almada kullanılacak proaktif para politikasının (lean against the wind) manevra alanını kısıtlamaktadır. Para politikası finansal döngüleri kontrol altına almada proaktif bir rol üstlense dahi makroekonomik performans üzerinde olumsuz etkilere yol açmadan aktif fiyat balonlarına, yüksek kaldıraçlara ve aşırı risk alma davranışlarına karşı koymak çok güçtür.

Krizden çıkarılan bir diğer önemli ders ise bireysel finansal kurumların istikrarının sistemin genelini istikrarı anlamına gelmediğidir. Finansal sistemdeki riskler, bireysel kurumların risklerinin toplamından ibaret değildir. Ancak mikro ihtiyati politikalar, finansal istikrarın başlıca tehdit unsuru olan sistemik risklerden² ziyade bireysel risklere odaklanmaktadır. Bunun yanı sıra mikro ihtiyati politikalarda, finansal aracılığın ve düzenlemele- rin sistemik ve makroekonomik sonuçları dikkate alınmamaktadır. Bireysel kurumların güvenliğini sağlamak amacıyla dayatılan standartlar, finansal sistemin ve ekonominin genelini istikrarına zarar verebilecek kararların alınmasına neden olabilmektedir.

Küresel finansal kriz, geleneksel makroekonomik politika çerçevesinin finansal dengesizliklerle mücadelede yetersiz kaldığını açık bir şekilde ortaya koymuştur. Kriz öncesi dönemdeki politikaların, zaman içerisinde oluşan içsel nitelikteki sistemik riski azaltmada ve finansal araçlar arasındaki yapısal ilişkilerden kaynaklanan savunmasızlıkları çözümlenmede başarısız olmaları, politika yapıcılarını alternatif politika arayışlarına yöneltmiştir. Bu doğrultuda sistemik riskleri ve bunların neden olabileceği olumsuz dışsallıkları kontrol altına almak, olası şoklar karşısında finansal sistemin direncini güçlendirmek ve diğer iktisat politikalarının etkinliğini arttırmak amacıyla makro ihtiyati politikalar tanımlanmıştır.

¹ Finansal döngünün tanımı üzerinde henüz bir uzlaşıdan bahsetmek mümkün değildir. Bununla birlikte C. Borio (2012:2) finansal döngüyü; risk ve değere ilişkin algılar, riske yönelik tutum ve finansal kısıtlar arasında kendi kendini güçlendiren (self-reinforcing) karşılıklı ilişkilerin konjonktürde -daralma ile sonuçlanacak- gelişmelere yol açtığı durum olarak tanımlamaktadır.

² Sistemik risk, finansal hizmetlerin işleyişindeki bozulma riskinin; finansal sistemin bir kısmında veya tamamındaki aksaklıklardan kaynaklandığı ve reel ekonomiyi olumsuz etkileme potansiyelinin olduğu durum olarak tanımlanmaktadır (FSB, IMF ve BIS, 2009:5-6).

Makro ihtiyati politikaların tanımlanması ile birlikte, para politikasının finansal sistemdeki gelişmeler karşısındaki tutumuna ilişkin geleneksel reaktif-proaktif (clean-lean) politika tepkisi tartışması, finansal istikrarı sağlamaya yönelik politika çerçevesi tartışmasına dönüşmüştür. Kriz sonrası dönemde, politika yapıcılarının finansal dengesizliklere proaktif tepki vermesi yönünde varılan uzlaşmaya karşın bu tepkinin hangi politika veya politika bileşimi ile verileceği, politikalar arasındaki ilişkinin ve koordinasyonunun ne olacağı başlıca tartışma konularını oluşturmuştur.

Bu bağlamda çalışmanın amacı, para ve makro ihtiyati politikaların farklı şekillerde yürütülebildiği finansal istikrara yönelik politika çerçevesi alternatiflerini ortaya koymak ve politika çerçeveleri arasında mukayeseli bir analiz gerçekleştirmektir. Çalışmanın girişi izleyen ikinci bölümünde her iki politikanın da farklı amaçları olduğundan hareketle farklı araçlarla yürütülmesi gerektiğini savunan ayrık politika çerçevesi (separated policy-mix) açıklanmıştır. Bir sonraki bölümde para politikasının amaç fonksiyonuna ikincil bir amaç olarak finansal istikrarın dahil edilmesi ve makro ihtiyati politikaların da tamamlayıcı nitelikte olması gerektiğini savunan bütünlük politikası çerçevesi (integrated policy-mix) analiz edilmiştir. Son bölümde ise -gelişmiş ülkelerdeki finansal koşullara bağlılıklarından dolayı- fiyat istikrarı ve finansal istikrarı eş anlamlı sağlamanın çok daha zor olduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik -P. R. Agenor ve

L. A. Pereira da Silva'nın çalışmalarıyla şekillenen- bütünlük enflasyon hedeflemesi (integrated inflation targeting) incelenmiştir.

2. Ayrık Politika Çerçevesi: Geliştirilmiş Jackson Hole Uzlaşması

Ayrık politika çerçevesi yaklaşımı, para politikasının finansal sistemdeki gelişmeler karşısında reaktif bir tutum izlemesi gerektiğini savunan hakim görüşten hareketle para politikası ile fiyat istikrarına, makro ihtiyati politikalar ile de finansal istikrara odaklanılması gerektiğini ifade etmektedir. Buna göre fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi iki amaca sahip olan politika yapıcı, "Tinbergen Kuralı"³ gereğince amaçlar arasında yaşanabilecek potansiyel değiş-tokuş durumlarında politika faizinin dışında başka bir araca daha gereksinim duymaktadır. Bununla birlikte "Mundell Kuralına"⁴ göre politikaların, amaçları etkilemedeki karşılaştırmalı üstünlüklerine göre kullanılması gerekmektedir. Bu doğrultuda, etkin ve kredibiliteye sahip makro ihtiyati politikalar, finansal dengesizlikler karşısında ilk savunma hattını oluşturmalıdır (Svensson, 2012:34).

3 J. Tinbergen'e (1952) göre politika otoriteleri en az nihai amaç değişkeni kadar politika aracına sahip olmalıdır.

4 R. Mundell (1962) "etkin piyasa sınıflandırması kuralından" hareketle politika araçlarının görece biçimde en fazla etkililikleri amaçlar için kullanılması gerektiğini ifade etmektedir.

Tablo 1. Ayrık Politika Çerçevesi (Separated Policy-Mix)

Paradigma	Ayrık Politika Çerçevesi
Makroekonomik temeller	-Amaçlar (fiyat istikrarı ve finansal istikrar) arasında çatışma riski -Her iki amaç da farklı zaman ufkuna sahip -Fiyat istikrarına ilişkin taahhütlerde kredibilitiyi kaybetme riski
Aktarım kanalları	-İki politika için de ayrı
Faiz aracı	-Finansal istikrarsızlıklar karşısında son savunma hattı -Finansal istikrar üzerindeki etkisi zayıf -Hedefe yönelik bir araç değil -Özellikle gelişmekte olan ülkeler için önemli yan etkileri var -Zaman tutarsızlığı kredibilitiyeye zarar verebilir
Makro ihtiyati araç	- Finansal istikrarsızlıklar karşısında ilk savunma hattı -Çok az sınırı var, etkin
Her iki araç	-Sınırlı karşılıklı etkileşim -Amaçlar ve araçlar ayrılmış
Araçların tahsisi	-Tinbergen ve Mundell Kurallarının “katı” yorumu -Basit, bütünlük yaklaşımından daha şeffaf
Taylor Kuralının spesifikasyonu	-Standart
Savunucuları	-Svensson (2009), Gali (2013), Collard vd. (2013), Özkan ve Unsal (2011), Glocker ve Towbin (2012), Laeven, (2016)
Merkez Bankaları ve Uluslararası Kuruluşlar	- Riksbank (Ekholm, 2013) -FED (Bernanke, 2010, 2012), (Yellen, 2014) -Yeni Zelanda Merkez Bankası (Spencer, 2010) -IMF

Kaynak: Carre, Coupepy-Soubeyran ve Dehmej, (2014:5) ve Smets (2014:268)'den uyarlanmıştır.

İdeal bir düzende sadece fiyat istikrarına odaklanan para politikası “birinci en iyi” (first-best), makro ihtiyati politikaları desteklemek amacıyla kullanılan para politikası ise “ikinci en iyi” (second-best) durumu temsil etmektedir. Dolayısıyla para politikasının finansal istikrardaki rolü, makro ihtiyati politikaların finansal dengesizlikler karşısındaki performansı ile yakından ilişkilidir (Gerlach, 2012:12) Makro ihtiyati araçların etkinliğini analiz eden birçok çalışmada makro ihtiyati politikaların genel itibari ile başarılı bir performans ortaya koyduğunun görülmesi ayrık politika çerçevesi alternatifini güçlendirmektedir (Lim vd., 2011; Dell’Arriaccia, vd. 2012; Kuttner ve Shim, 2013; Claessens, vd. 2014; Cerutti, vd. 2015, Akıncı ve Olmstead-Rumsey, 2015).

Ayrık politika çerçevesinin taraftarları, finansal istikrarı sağlamada makro ihtiyati araçların politika faizine nazaran daha etkili olduğunu savunmaktadırlar. F. Collard vd. (2012) tarafından yapılan çalışmada, yüksek sermaye yeterliliklerinin, bankaları vermiş oldukları kredilerdeki riskleri içselleştirmeye ve risk almada ihtiyatlı davranma-

ya mecbur bıraktığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın kredinin bileşiminden ziyade hacmini hedefleyen para politikasının, risk alma davranışları üzerindeki etkileri zayıftır. Benzer şekilde Laeven (2016:9) de arttırılan sermaye yeterliliklerinin iki sebepten ötürü arzu edilebilir olduğunu ifade etmektedir. İlki, yüksek sermaye yeterliliklerinin şokları massedecek sermaye tamponlarını güçlendirmesi ve finansal sistemin direncini arttırmasıdır. Makroekonomik istikrar politikaları finansal dengesizliklerin azaltılmasına ve şokların massedilmesine yardımcı olsa da bu politikalar temelde finansal sistemin direncini güçlendirmekten ziyade finansal döngünün yönetilmesine odaklanmaktadır. İkincisi, sermaye yeterliliklerinin arttırılmasının para politikasının finansal istikrarı destekleme ihtiyacını azaltmasıdır. Bu da para politikasının birincil hedefi olan fiyat istikrarına daha fazla odaklanmasına katkı sağlamaktadır.

Finansal dengesizliklerin sektörel boyutta meydana geldiği durumlarda, makro ihtiyati araçların politika faizine olan üstünlükleri daha fazla olmaktadır. Arttırılan faiz oranlarının bankaların risk

alma davranışları üzerindeki etkileri, bankaların başlangıç sermaye düzeylerinin durumuna bağlı olduğundan net toplam etki sınırlı olabilmektedir. Örneğin, düşük sermaye tabanı ile çalışan bir banka, bilançosundaki aktifleri arttırmak için riskli kredilere yönelebilirken yüksek sermaye tabanına sahip banka, portföyünü daha az riskli aktiflerle çeşitlendirebilmektedir. Bununla birlikte büyüyen bir aktif balonunu faiz artırımını ile söndürmeye çalışmak, borçlanma maliyetlerini de yükseltebilmektedir. Bu da sermayenin finansmanında -banka kredilerinin önemine bağlı olarak- finansal araçlar üzerinde ani ve olumsuz etkilere yol açabilmekte ve makroekonomik dalgalanmayı arttırabilmektedir. Dolayısıyla bu tür durumlarda riskin yoğunlaşmasını engellemek için sektörel makro ihtiyati araçların kullanılması daha uygundur (Agenor ve Pereira da Silva, 2012:209).

Finansal friksiyonların parasal aktarım mekanizmalarını bozarak standart faiz politikasının etkinliğini azaltması, aktarım mekanizmalarına ilişkin modellere finansal friksiyonları dahil eden çalışmaların kriz sonrası dönemde artmasına yol açmıştır. Buna karşın L. E. O. Svensson'a göre modelleri finansal friksiyonlarla genişletmeden önce politika yapımcıların -teorik ve ampirik açıdan- finansal krizin aktarım mekanizmaları üzerindeki etkilerine ilişkin bilgi birikimlerini arttırması gerekmektedir. Finansal friksiyonlarla mücadelede verilecek en doğru tepki enflasyon ve üretim değişkenliğini minimize etmektir. Dolayısıyla finansal değişkenler merkez bankalarının amaç fonksiyonunun içine dahil edilmemelidir (Svensson, 2009:6-7).

Ayrık politika çerçevesini savunanların bir başka argümanı ise para politikasına finansal istikrar amacının ilave edilmesinin merkez bankasının kredibilitesine zarar vermesidir. Merkez bankasının fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da hedeflemesi piyasalarda karmaşaya neden olarak fiyat istikrarına ilişkin algılanan taahhütleri zayıflatmakta ve bekleyişleri istikrarsızlaştırmaktadır. Örneğin, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde fiyat istikrarına odaklanan bir politika yapımcının üretim ve enflasyon düzeyini düşüren negatif bir talep şoku karşısında vermesi gereken optimal tepki politika faizini düşürmektir. Eğer politika yapımcının amaç fonksiyonunda finansal istikrar da varsa, makroekonomik ve finansal istikrar amaçları arasında çatışma yaşanması muhtemeldir. Bu

tip durumlarda enflasyon hedefine ulaşılabilmesi için politikaların hedef ufkunun genişletilmesi önerisine karşın böyle bir politika tepkisi, üretim-enflasyon değiş-tokuşuna benzer bir durumun yaşanmasına neden olmaktadır. Finansal istikrarın tanımlanmasında ve ölçülmesindeki güçlüklerden dolayı finansal istikrara yönelik atılan adımların kamuoyuna net bir şekilde açıklanması çok zordur. Dolayısıyla hedef ufkunun genişletilmesi de enflasyon bekleyişlerine ve merkez bankasının kredibilitesine zarar verecektir (Agenor ve Pereira da Silva, 2012:211).

Fiyat istikrarı ile finansal istikrarın, para politikasının amaç fonksiyonunda eşit ağırlıklarda yer alması zaman tutarsızlığı (time inconsistency) probleminin yaşanmasına da yol açabilmektedir. Para politikasının finansal istikrar hedefi doğrultusunda ex-post biçimde borç yükünü azaltma çabaları, makro ihtiyati politikaların finansal genişleme dönemlerinde oluşan dengesizliklere karşı ex-ante bir reaksiyon göster(e)memesine yol açabilmektedir. Parasal otoritelerin bu tutumunu gören makro ihtiyati otoriteler düzenleme ve denetimlerde daha esnek davranacak ve borcun daha fazla birikmesine göz yumacaklardır. Parasal otoritenin ex-post davranışlarından kaynaklanan zaman tutarsızlığı, nihayetinde daha büyük enflasyonist sapma ve daha fazla borç yükü ile sonuçlanacaktır (Ueda ve Valencia, 2012). Böyle bir durumda para ve makro ihtiyati politika alanlarındaki amaçların, araçların, iletişimin açık bir biçimde ayrılması ve şeffaflık, zaman tutarsızlığından kaynaklanan risklerin azaltılmasına yardımcı olacaktır (Smets, 2014:291).

Proaktif politika faizi tepkisinin orta vadede finansal krizin beklenen maliyetlerini düşürmek gibi faydalarının yanında kısa vadede üretim düzeyini azaltma veya işsizliği arttırma gibi önemli maliyetleri bulunmaktadır. Politika yapımcıların karşı karşıya kaldığı bu zamanlar arası değiş-tokuş ilişkisinde yapılacak fayda-maliyet analizi ise kriz riskine aşırı duyarlıdır. Buna göre krizin meydana gelme olasılığının düşük olduğu durumlarda proaktif politika faizi tepkisinin maliyetleri faydalarını aşmaktadır (IMF, 2015:22-24). Tablo 2'de IMF (2015) tarafından gerçekleştirilen simülasyonlarla farklı kriz olasılığı durumlarında proaktif politika faizi tepkisinin fayda ve maliyetleri gösterilmektedir.

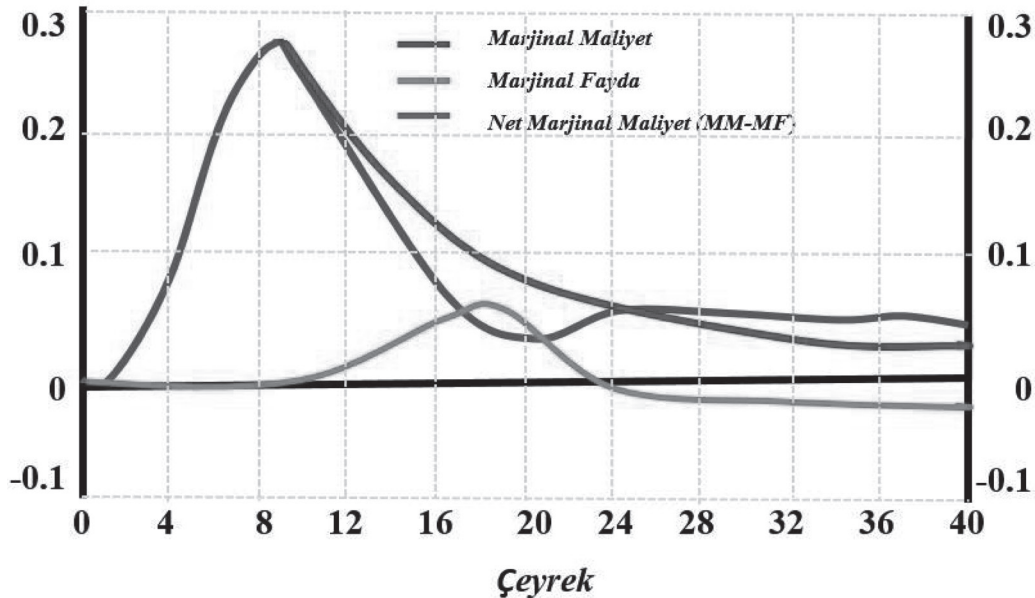
Tablo 2. Proaktif Politika Faizi Tepkisinin Fayda-Maliyet Analizine İlişkin Senaryolar

	Krizin Ortalama Olasılığı	Krizin Yüksek Olasılığı	Şiddetli Krizin Yüksek Olasılığı
Kriz ihtimalinin azaltılması (yüzde puan)	0.02	0.3	0.3
Krizin süresi (yıl)	4.5-6	4.5-6	6-8
Krizdeki işsizlik açığı (%)	5	5	7
İşsizliğin artması (yüzde puan)	0.5	0.5	0.5
Faydalar	0.008	0.113	0.294
Maliyetler	0.25	0.25	0.25
Fayda-Maliyet Oranı	0.03	0.45	1.18

Kaynak: (IMF, 2015:25)

Krizin ortalama olasılığının geçerli olduğu ilk durumda, faiz oranlarındaki %1'lik bir artış karşısında işsizlik oranında yüzde 5'lik bir artış gerçekleşmekte ve kriz 4.5 ila 6 yıl arasında sürmektedir. Krizin yüksek olasılığı durumunda, proaktif politika faizi tepkisinin krizin meydana gelme ihtimalini yüzde 3 puan azalttığı görülmektedir. Şiddetli krizin yüksek olasılığı durumunda ise işsizlik oranında yüzde 7'lik bir artış gerçekleşmekte ve kriz 6 ila 8 yıl arasında sürmektedir. Tablodan da görüleceği üzere ilk iki senaryoda proaktif politika faizi tepkisinin maliyetleri faydalarını aşarken sadece üçüncü senaryoda faydalar daha fazla olmaktadır.

Benzer şekilde Svensson (2016), -M. Schularick ve A. M. Taylor'un (2012) 1870-2008 dönemi için 14 ülkenin verilerini kullanarak reel borç yükünün kriz olasılığı üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmadan hareketle- politika faizindeki artışın fayda ve maliyetlerini analiz etmiş ve Şekil 1'den de görüleceği üzere maliyetlerin faydaların üzerinde olduğu sonucuna ulaşmıştır. Çalışmada proaktif politika faizi tepkisinin neden olduğu marjinal maliyetlerin başlıca bileşeni, normal dönemlerde ve kriz dönemlerinde işsizlik açığında gerçekleşen artışlar, marjinal faydanın temel bileşeni ise krizin beklenen maliyetlerindeki azalışlar olarak kabul edilmiştir.

Şekil 1. Proaktif Politika Faizi Tepkisinin Fayda ve Maliyetleri: Svensson Analizi

Kaynak: (Svensson, 2016:32)

Politika faizinin 1. ile 4. çeyrek arasında artırılması, 12. ile 24. çeyrek arasında krizin meydana gelme ihtimalini azaltmasına karşın 2. ile 40. çeyrek arasında işsizlik açığının yükselmesine neden olmaktadır. Bununla birlikte maliyetler ekonominin kriz başlamadan önceki durumuna bağlı olarak değişebilmektedir. Proaktif politika faizi tepkisi ekonomiyi üretim ve istihdam açısından zayıflatacağından, krizin zayıf bir ekonomide başlaması maliyetleri daha da arttıracaktır.

3. Bütünleşik Politika Çerçevesi: İkincil Amaç Olarak Finansal İstikrar

Bütünleşik politika çerçevesi, finansal sistemdeki gelişmeler karşısında proaktif bir tutum izlenmesi

gerektiğini savunan karşıt görüşten hareketle para politikasının, finansal dengesizliklerle mücadelede -spesifik makro ihtiyati araçlarla birlikte- aktif rol oynaması gerektiğini ifade etmektedir. Buna göre, konjonktürel döngü ile doğrusal olmayan çeşitli yollarla etkileşim içerisinde olan finansal döngünün sadece makro ihtiyati politikalarla kontrol altına alınması mümkün değildir. Para politikası, risk alma kanalı vasıtasıyla finansal araçların kararları üzerinde etkili olabilmektedir. Bunun yanı sıra finansal kırılmalıklar parasal aktarım süreçlerine ve fiyat istikrarına zarar vermektedir. Bu bağlamda finansal istikrar parasal otoritelerin gündeminde yer almalı ve para politikası stratejisinin ikincil amacı olmalıdır (Smets, 2014:272).

Tablo 3. Bütünleşik Politika Çerçevesi (Integrated Policy-Mix)

Paradigma	Bütünleşik Politika Çerçevesi
Makroekonomik temeller	-Fiyat istikrarı finansal istikrar için yeterli koşul değildir -Finansal istikrar ikincil amaç -Politikalar karşılıklı bağımlıdır -Politikaların ortak optimizasyonu
Aktarım kanalları	-İki politika için de aynı -Risk alma kanalı
Faiz aracı	-Finansal istikrarsızlıklara karşı kullanılabilir -Sadece bir sorunla karşılaşıldığında değil finansal döngünün tamamında sistematik bir şekilde kullanılmalıdır
Makro ihtiyati araç	-Finansal istikrarı tek başına sağlayamaz (özellikle finansal kriz zamanlarında) -Ex-ante olarak etkin fakat balon patladıktan sonra ex-post olarak etkin değil -Etkinliği para politikası aracı kadar hızlı değil -Finansal lobiler tarafından ele geçirilme riski var
Her iki araç	-Yüksek karşılıklı etkileşim -Finansal kırılmalıklar aktarım mekanizması ve fiyat istikrarı üzerinde etkili
Araçların tahsisi	-Tinbergen ve Mundell Kurallarının “yumuşak” yorumu -Finansal istikrarsızlık karşısında mevcut tüm araçların kullanımı
Taylor Kuralının spesifikasyonu	-Genişletilmiş
Savunucuları	-Borio, (2006) -Adrian ve Shin (2008) -Eichengreen vd. (2011) -Woodford (2012) -Angeloni ve Faia (2013)
Merkez Bankaları ve Uluslararası Kuruluşlar	-Avrupa Merkez Bankası (Praet, 2011) -FED (Stein, 2013) -Norveç Merkez Bankası (Olsen, 2013) -BIS

Kaynak: Carre, Coupepy-Soubeyran ve Dehmej, (2014:5) ve Smets (2014:268)'den uyarlanmıştır.

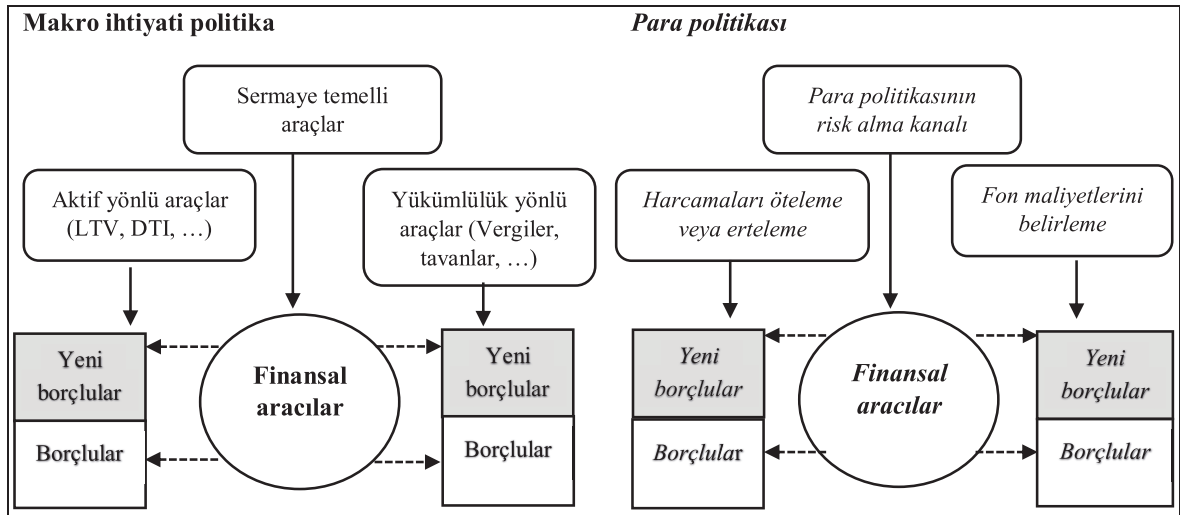
Bütünleşik politika çerçevesinin finansal istikrarı sağlamada para politikasına aktif rol vermesinin en önemli gerekçelerinden biri risk alma kanalının varlığıdır. Risk alma kanalı, politika faizlerindeki değişmelerin, risk algıları ve toleransları, dolayısıyla portföylerdeki risk düzeyi, aktiflerin fiyatlanması ve fonlama şekilleri üzerinde etkili olmasını ifade etmektedir (Borio ve Zhu, 2008). Risk alma kanalına göre para politikasının ekonomik genişleme dönemlerinde gevşetilmesi, finansal kurumları aşırı riskler üstlenme yönünde teşvik etmekte ve kırılmalara zemin hazırlamaktadır. Bankaların zayıf sermaye tabanına sahip olduğu durumlarda risklerin boyutu daha da yükselmektedir (Jimenez vd., 2012; Altunbaş, Gambacorta ve Marques-Ibanez, 2012; Paligorova ve Santos, 2012). Bu bağlamda finansal kurumların risk alma kapasitesi üzerinde güçlü etkilere sahip olan politika faizinin artırılması ile finansal dengesizliklerin oluşumunun engellenmesi mümkündür (Adrian ve Shin, 2008).

Makro ihtiyati politikaların etkinliğine dair ampirik kanıtların yetersizliği, finansal dengesizliklerle mücadelede para politikasının aktif kullanımını gerektirendiren bir başka unsurdur. Makro ihtiyati politikaların etkinliğinin doğru bir şekilde ölçülmesinde birçok güçlük karşılaşılmaktadır. Bunlardan ilki, kullanılabilir çok sayıda makro ihtiyati aracın varlığıdır. İkincisi, araçların opti-

mal seçimi ve kalibrasyonu için -üzerinde uzlaşım sağlandığı- kapsamlı bir teorik çerçevenin olmamasıdır. Sonucunu ise bu araçların gelişmiş ülkelerde yakın bir zamanda kullanılmaya başlanmasıdır. Makro ihtiyati araçların performansına ilişkin bulgular genellikle gelişmekte olan ülkelerdeki deneyimlerden elde edilmektedir. Bununla birlikte mevcut bulgular, araçların kredi ve aktif fiyatlarındaki konjonktür yanlılığını azaltmada başarılı olduğunu gösterirken likidite uyumsuzluğu (liquidity mismatch), riskin genel fiyatı ve sistemik kriz olasılığı gibi diğer hedefler üzerindeki etkinliğinin değerlendirilmesi için yeterli değildir (Smets, 2014:277-278).

Bütünleşik politika çerçevesinin taraftarlarına göre para politikaları ve makro ihtiyati politikalar arasında benzerlikler bulunmasına karşın iki politikayı birbirinin ikamesi olarak görmek doğru değildir. Temelde finansal sistemdeki konjonktür yanlı (procyclicality) davranışları azaltmayı hedefleyen makro ihtiyati politikalar, bunu finansal aracılık süreçlerini etkileyerek başarmaya çalışmaktadır. Şekil 2'de görüleceği üzere makro ihtiyati araçlar, -para politikası araçlarına benzer şekilde- finansal araçların aktiflerini, yükümlülüklerini ve kaldıraç düzeylerini ve dolayısıyla kredi arz ve talebini etkilemeyi hedeflemektedir. Buna karşın iki politika arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır.

Şekil 2. Makro İhtiyati Politika ve Para Politikasının Karşılaştırılması



Kaynak: Shin (2015)

Not: Kredi-teminat oranı (loan to value -LTV-), borç-gelir oranı (debt to income -DTI-).

Farklılıklara yol açan ilk unsur, politikaların etkinliği üzerinde belirleyici olan kullanım alanlarıdır. Makro ihtiyati politikalar spesifik sektörlerde, bölgelerde ve kurumlardaki dengesizliklerle mücadelede daha etkin sonuçlar vermektedir. Para politikası ise risk alma davranışları üzerinde daha geniş bir etki yaratarak finansal sistemin geneline tesir edebilmektedir (Shin, 2015:1-2). Bununla birlikte makro ihtiyati politikalarda var olan düzenleme ve denetimleri atlatma riski, para politikasında söz konusu değildir. Örneğin makro ihtiyati araçların yoğun bir şekilde kullanımı, banka kredileri hacmini kısıtlayarak borçlanma maliyetlerini arttırabilmektedir. Bu da özellikle gelişmiş finansal piyasalarda aracısız bir ortamı teşvik ederek gölge bankacılığın (shadow banking) ve gayri resmi sektörlerin gelişmesi gibi yan etkilere yol açabilmektedir. Buna karşın para politikasının sıkılaştırılması, finansal araçların yükselen borçlanma maliyetlerine yol açan düzenlemeleri alternatif yollarla atlatmalarını zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla politika faizinin dezavantaj gibi görünen geniş kapsamı, makro ihtiyati araçlar karşısında avantaj dönüşebilmektedir (Agenor ve Pereira da Silva, 2012:214).

Farklılıklara neden olan bir diğer unsur ise küresel finansal koşullardır. Sermayenin dolaşım serbestliği söz konusu olduğunda, küresel finansal döngüler, -döviz kuru rejimine bakmaksızın- ulusal para politikaları üzerinde kısıtlayıcı etkilere yol açabilmektedir. Ulusal ekonomiler, dalgalı kur rejimlerinin varlığında dahi küresel finansal koşullardan bağımsız davranmamaktadırlar. Dolayısıyla “üçlü açmaz” (trilemma) “ikili açmaza” dönüşmektedir (Rey, 2015). Bu bağlamda, dış koşulların para politikasını sınırladığı durumlarda makro ihtiyati politikaların devreye sokulması gerekmektedir (Shin, 2015:2).

Makro ihtiyati politikalar, para politikasına nazaran siyasi baskılara ve lobi faaliyetlerine daha fazla maruz kalmaktadır. Makro ihtiyati politikaların faydaları ölçülemez ve uzun vadede ortaya çıkarken, finansal aracılardan karlılığı üzerindeki olumsuz etkileri kısa vadede hemen görülebilmektedir. Bu da siyasi baskılar ve lobi faaliyetlerinin de etkisi ile makro ihtiyati politika yapıcının faaliyete geçmesini güçleştirmekte ve eylemsizlik yönünde bir sapma (inaction bias) yaratmaktadır (Nier, 2011:7). Demokrasinin derecesinin daha düşük ve rant kollama (rent seeking) faaliyetleri-

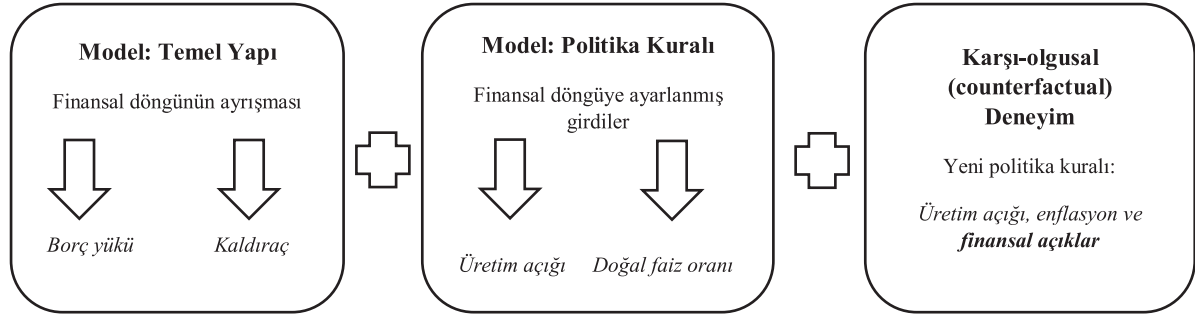
nin daha fazla olduğu ekonomilerde para politikasının makro ihtiyati politikaları destekleyici bir rol üstlenmesi daha uygundur.

Finansal döngünün evreleri, politikalar arasındaki ilişkinin belirleyicisi olabilmektedir. Örneğin finansal döngünün genişleme aşamasında enflasyonun hedeflenen düzeyin altında seyretmesi, politikalar arasında çıkar çatışmasının yaşanmasına neden olabilmektedir. Parasal otoritelerin deflasyon riskine karşı faiz oranlarını düşürmeleri, risk alma kanalı vasıtasıyla bankaların daha fazla risk üstlenmelerini teşvik ederek aktif fiyatlarında ve kredi hacmindeki artışları daha da şiddetlendirebilmektedir (Beau, Clerc ve Mojon, 2012:8). Böyle bir durumda makro ihtiyati politikalar, gevşek para politikasının etkilerini dengelemede kullanılabilir.

Ayrık politika çerçevesini savunanların aksine bütünleşik politika çerçevesinin taraftarları, proaktif politika faizi tepkisi ile net faydaların elde edilebileceğini ancak bunun -finansal dengesizliklerin arttığı dönemlerden ziyade- finansal döngünün tamamına odaklanması ile mümkün olabileceğini ifade etmektedirler. Buna göre faydaları sadece kriz ile ilişkilendirmek doğru değildir. Finansal dalgalanmalar, tahsis etkinliğinde bozulmalara yol açarak ekonominin geneline zarar verebilmektedir. Dolayısıyla proaktif politika faizi tepkisi ile ekonominin “finansal dengeden” fazla uzaklaşmasına izin verilmemesi gerekmektedir (Borio, 2014a, 2014b, 2016).

BIS iktisatçıları tarafından yapılan ve proaktif politika faizi tepkisinin fayda ve maliyetlerinin analiz edildiği çalışmada, geleneksel fayda-maliyet analizlerinin -spesifik varsayımlar ve kalibrasyondan dolayı- potansiyel faydaları olduğundan daha az tahmin ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre krizin olmadığı bir durumda dahi para politikası, finansal daralmaların maliyetlerini ve meydana gelme ihtimalini etkilemede önemli rol oynamaktadır (Juselius, vd. 2016; Borio, 2016).

Şekil 3’de proaktif politika faizi tepkisinin fayda ve maliyetlerinin analizi için oluşturulan model gösterilmektedir. Analizde kullanılan modelin, -politika faizi, üretim düzeyi ve enflasyonun yer aldığı standart modele kriz modülünün eklendiği- geleneksel analizdeki modellerden farklılaştığı görülmektedir.

Şekil 3. Proaktif Politika Faizi Tepkisinin Fayda ve Maliyetleri: BIS Analizi (Model)

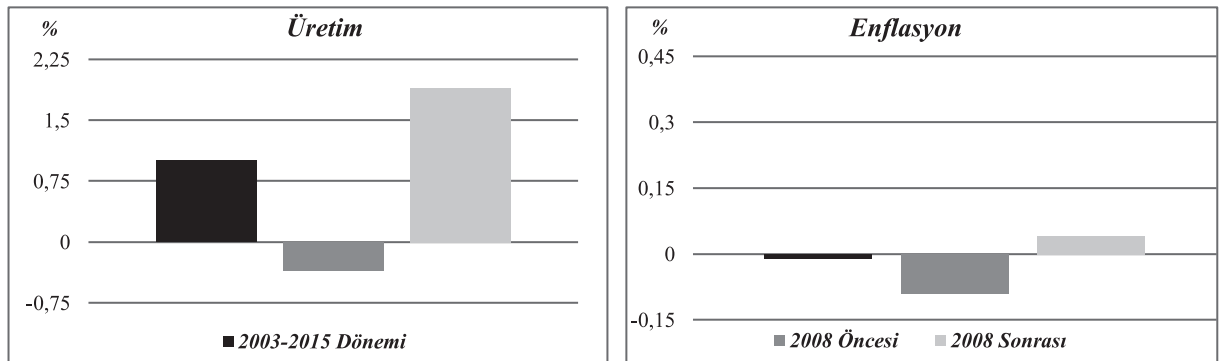
Kaynak: Borio (2016:5)

Analizin ilk adımında finansal döngü, uzun dönemde istikrarlı ilişkiye sahip iki değişkene ayrılmaktadır. Bunlardan biri hane halkları ve firmaların borç yükü, diğeri ise konut ve hisse senedi fiyatları ile borç-gelir oranı arasındaki bağlantıyı sağlayan kaldıraç düzeyidir. Bu değişkenlerin uzun dönem değerlerinden sapmaları özel sektör harcamaları ve üretim dalgalanmaları üzerinde önemli etkilere yol açmaktadır. Örneğin ağır borç yükü, nakit akımlarını durdurmanın yanı sıra harcamaları da azaltırken yükselen aktif fiyatları, harcamaları ve kredi hacminin genişlemesini tetiklemektedir. Bununla birlikte geleneksel analiz aksine bu modelde, kalıcı üretim kayıplarının krize bağlı olmadığını ifade edilmektedir. Dolayısıyla modelde ayrı bir kriz modülü tanımlanmamış, finansal döngü ekonominin dinamiklerine tamamıyla entegre edilmiştir. Bu da finansal ve reel sektörün karşılıklı etkileşiminden kaynaklanan içsel dalgalanmaları meydana getirmiştir.

İkinci adımda, iki finansal açığı (financial gap) da

kullanarak üretim açığının (output gap) ve doğal faiz oranının tahmini yapılmaktadır. Böylelikle doğal faiz oranı; üretimin potansiyelinde, enflasyonun ise hedeflenen düzeyde olmasının yanı sıra finansal açıkların da kapatıldığı durumu temsil etmektedir. Üçüncü adımda ise finansal açıklar geleneksel Taylor Kuralına ilave edilmekte ve ekonominin bu farklı kural altında nasıl gelişim gösterdiği karşı-olgusal deneyim vasıtasıyla gözlemlenmektedir. Dolayısıyla buradaki amaç krizin belirtileri ortaya çıkmaya başladığında politika tepkisi vermek değil ekonomiyi finansal döngü süresince yönlendirebilmektir (Borio, 2016:5-7).

Juselius vd. (2016) proaktif politika faizi tepkisinin fayda ve maliyetlerini yukarıdaki modeli kullanarak 2003-2015 dönemi için ABD verileri ile analiz etmişlerdir. Şekil 4'den de görüleceği üzere üretim ve enflasyonun yanı sıra finansal açıklara da sistemik politika faizi tepkisi verilmesi ile üretim düzeyine ilişkin önemli kazanımların elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Şekil 4. Proaktif Politika Faizi Tepkisinin Fayda ve Maliyetleri: BIS Analizi (Karşı-olgusal Deneyim)

Kaynak: (Borio, 2016:7)

2003 yılında başlatılan karşı-olguşal deneyime göre ekonomi her yıl için kabaca %1 oranında büyümektedir. Bu oran, politika faizi tepkisinin her yıl için %0.35 olan kısa vadedeki maliyetinin üzerindedir. Bununla birlikte ortalama enflasyon oranının da fazla değişmediği tespit edilmiştir. Kriz öncesi dönemde enflasyon oranında gerçekleşen azalış -proaktif tepki gereği- sıkılaştırmayı, kriz sonrasındaki artış ise gevşetmeyi yansıtmaktadır.

4. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Politika Çerçevesi: Agenor ve Pereira da Silva Modeli

Yapısal dönüşümlerini tamamlayamamış finansal sistemlerin küresel finansal piyasalara entegrasyonunun ve açıklığın daha fazla olduğu gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrar, gelişmiş ülkelerdeki finansal koşullara bağlı olmaktadır. Bu da politika faizinin fiyat istikrarı ile finansal istikrarı eşanlı sağlamasını daha da güçleştirmekte ve politika yapıcılar açısından ilave araçlara duyulan gereksinimi arttırmaktadır. Bu doğrultuda Agenor ve Pereira da Silva (2013b) gelişmekte olan ülkelere yönelik olarak “bütünleşik enflasyon hedeflemesi” adı altında, para politikası ve makro ihtiyati politikaların birlikte yürütülebileceği bir politika çerçevesi alternatifini ortaya koymuşlardır.

Küresel finansal kriz sonrası dönemde, birçok gelişmiş ülkede oldukça düşük düzeylerde seyreden hatta negatife dönen faiz oranları ve geleneksel olmayan (unconventional) genişletici para politikaları sonucu ortaya çıkan likidite bolluğu, gelişmekte olan ülkelere yönelik yoğun sermaye girişlerinin yaşanmasına ve bu ülkelerdeki finansal dengesizliklerin artmasına neden olmuştur. Sermaye girişlerinin artması; kredi hacminin aşırı genişlemesine, kredilerin kalitesinin düşmesine, finansal sistemin döviz kuru riskine daha fazla maruz kalmasına, döviz kurunun değerlenmesine

bağlı olarak aktif fiyatlarında bozulmaya, finansal volatiliteye ve enflasyonist baskılara yol açmıştır. Makro-finance dengesizlikleri azaltmayı hedefleyen merkez bankaları ise politika açmazları ile karşı karşıya kalmıştır. Buna göre kredi hacmindeki genişlemeyi ve enflasyonu kontrol altına almak için sıkılaştırılan para politikaları sermaye girişlerini daha da arttırırken, sermaye girişlerini yavaşlatmak için düşürülen faiz oranları ise iç talebi canlandırarak kredi hacminin genişlemesine ve ekonominin ısınmasına neden olmaktadır (Pereira da Silva, 2016:4). Diğer bir ifadeyle fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı ile finansal istikrarı sağlayan faiz oranı belirgin ölçüde farklılaşmaktadır (Başçı ve Kara, 2011:4).

Para politikasının, ani sermaye girişleri (sudden flood) gibi dış şokları kontrol altına almada kendi kendini engellediği bu tip durumlarda, zamanında ve agresif bir biçimde kullanılan makro ihtiyati araçlar, sermaye hareketlerini yönetmede, aktif fiyat hareketlerini istikrara kavuşturmada ve enflasyonist baskıları azaltmada para politikasına yardımcı olabilmektedir. Bu doğrultuda para politikası ve makro ihtiyati politika arasında tamamlayıcılık ilişkisi olduğunu varsayan bütünleşik enflasyon hedeflemesi, gelişmekte olan ülkeler açısından finansal istikrarı sağlamada güçlü bir politika çerçevesi alternatifini teşkil etmektedir.

Bütünleşik enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının yetkisinin finansal istikrar amacını da içerecek şekilde açık bir biçimde genişletildiği, politika faizinin aşırı hızlı genişleyen kredi hacmine karşı doğrudan tepki gösterebilecek şekilde ayarlanabildiği ve finansal istikrar ile fiyat istikrarı amacına ulaşmada para ve makro ihtiyati politikaların ortak kalibrasyonunun sağlandığı esnek bir enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanmaktadır (Agenor ve Pereira da Silva, 2013a:8).

Tablo 4. Gelişmekte Olan Ülkelerde Alternatif Enflasyon Hedeflemesi Tipleri

Kurumsal Çerçeve	Makroekonomik Hedefler	IT (1): Esnek Enflasyon Hedeflemesi (Kriz öncesi)	IT (2): Esnek Enflasyon Hedeflemesi (Kriz boyunca)	IIT: Bütünleşik Enflasyon Hedeflemesi (Kriz Sonrası)
<i>Para Politikası Kurulu</i>	Enflasyon açığı (I) Üretim açığı (O)	I ve O üzerine Taylor tipi bir kural	I ve O üzerine Taylor tipi bir kural (FX ile beraber)	I, O ve C üzerine geliştirilmiş yeni bir kural
<i>Finansal İstikrar Kurulu veya Otoritesi</i>	Kredi açığı (C)	Mikro ihtiyati araçlar yeterli	Tinbergen Kuralı; Para politikası + Mikro ve Makro ihtiyati araçlar	Koordineli ve ortak kalibrasyon ile mikro ve makro ihtiyati araçlar
<i>Döviz Kuru (FX) Müdahalesi</i>	Döviz kuru değişkenliği	Saf dalgalanma	FX müdahale araçlarıyla yönetimli dalgalanma	FX müdahale araçlarıyla yönetimli dalgalanma ve sermaye kontrolleri

Kaynak: Agenor ve Pereira da Silva, (2013b) ve Pereira da Silva (2016)

Bütünleşik enflasyon hedeflemesi rejiminin tasarlanmasında ve uygulanmasında ilk adım, parasal ve reel şokların aktarım mekanizmalarının doğasının gelişmekte olan ülkeler perspektifinden anlaşılmasıdır. Aktarım süreçlerinin değerlendirilebilmesi için makroekonomik modellerin gelişmekte olan ülkelerdeki politika ortamını dikkate alması gerekmektedir. Bu ülkelerde, ticari bankalar finansal sistemde hakim role sahip olduğundan, modellerde bankalar ve banka kredileri açık bir şekilde yer almalıdır. Kredi piyasasındaki friksiyonları dikkate alan modeller, para ve makro ihtiyati politikaların etkinliği ile politikalar arasındaki karşılıklı etkileşimin analizini mümkün hale getirmektedir (Agenor ve Pereira da Silva, 2013b:82-100).

Parasal aktarım mekanizmasının nasıl çalıştığının anlaşılmasından sonraki adım ise kredilerle genişletilmiş bir Taylor Kuralının elde edilmesidir. Para politikası otoritesi, kredilerle genişletilmiş Taylor Kuralı ile enflasyon açığı (inflation gap -I-) ve üretim açığının (output gap -O-) yanı sıra özel sektörün kredi açığına (credit gap -C-) da tepki vermektedir. Politika kuralında yer alan kredi açığı değişkeni, özel sektördeki kredi hacminin fiili büyüme oranı ile referans büyüme oranı arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır.

Kredi hacmindeki genişleme birçok durumda finansal krizlerin öncü göstergesi olarak kabul edildiğinden, özel sektör kredilerindeki sürdürülemez artışa politika faizi ile tepki verilmesi bütünleşik enflasyon hedeflemesi rejiminin temelini oluştur-

maktadır. Bununla birlikte kredi açığı değişkeni, nihai finansal istikrar hedefinde bir ara hedef işlevi görebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde üretim açığının zamanında tahmin edilmesine ilişkin belirsizliklerin fazla olmasından dolayı kredi açığı, aşırı talebin ölçülmesinde daha güvenilir ve güncel bir ölçüt olarak kullanılabilir. Gelişmekte olan ülkelerde üretim açığının zamanında tahmin edilmesine ilişkin belirsizliklerin fazla olmasından dolayı kredi açığı, aşırı talebin ölçülmesinde daha güvenilir ve güncel bir ölçüt olarak kullanılabilir.

Kredi açığı ile genişletilmiş politika kuralı uygulayacak parasal otoritenin dikkat etmesi gereken bazı hususlar bulunmaktadır. İlk olarak, kredi açığı ölçütünü belirlerken gelişmekte olan ülkelerdeki kredi piyasalarının karakteristikleri bilinmelidir. İkincisi, kredilerdeki referans büyüme oranının nasıl ölçüleceğine karar verilmelidir. Genellikle istatistiki filtreleme veya trend ile ölçülen referans oranının, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal derinlik süreci göz önüne alındığında kredi/GSYİH dengesi baz alınarak ölçülmesi gerekmektedir. Referans oranının doğru tanımlanmaması, proaktif politika faizi tepkisinin finansal derinliği fazlasıyla kısıtlamasına ve enflasyon, üretim ve kredi düzeyinin olması gerekenden düşük seviyelerde oluşmasına neden olabilmektedir (Pereira da Silva, 2016:9-10).

Para ve makro ihtiyati politikaların birlikte kullanıldığı bir politika çerçevesinde, politikalar arasındaki koordinasyonun nasıl sağlanacağı önemli bir sorundur. Bütünleşik enflasyon hedeflemesi, koordinasyon probleminin çözümü için merkez bankası bünyesinde oluşturulacak para politikasının yürütülmesinden sorumlu bir para politikası

kurulu ile mikro ve makro ihtiyati politikanın yürütülmesinden sorumlu bir finansal istikrar kurumunun olduğu bir kurumsal çerçeve önermektedir. Bununla birlikte politika çerçevesinin etkinliğinin sağlanabilmesi için kurullar arasında yakın bir işbirliğinin olması gerektiğine vurgu yapılmaktadır.

Bütünleşik enflasyon hedeflemesinde kredibilite ve beklentiler ile ilgili konular büyük öneme sahiptir. Standart enflasyon hedeflemesi rejiminde kredibilite, enflasyon beklentilerindeki volatilitelere ve enflasyonun zaman içerisindeki kalıcılığına bağlı olarak ölçülmektedir. Buna karşın merkez bankasının amaç fonksiyonuna finansal istikrarın eklenmesi ile kredibilite ölçütü içerisinde finansal istikrarın gelişiminin de yer alması gerekmektedir. Bununla birlikte genişletilmiş reaksiyon fonksiyonunun, merkez bankasının kredibilitesine zarar vermemesi için politika amaçlarının kamuoyu tarafından doğru şekilde anlaşılmasını sağlayacak güçlü iletişim mekanizmalarına ihtiyaç vardır (Agenor ve Pereira da Silva, 2013b:101).

5. Sonuç

Küresel finansal kriz sonrası dönemde -Türkiye'nin de aralarında bulunduğu- birçok ülkede uygulanmaya başlanan makro ihtiyati politikalar, makro-finance risklerle mücadelede politika yapıcılara önemli katkılar sağlamanın yanı sıra yeni bir tartışmayı da beraberinde getirmiştir. Makro ihtiyati politikaların tanımlanması ile birlikte para politikasının finansal gelişmeler karşısındaki tutumuna ilişkin geleneksel reaktif-proaktif politika tepkisine ilişkin tartışma, finansal istikrarı sağlamaya yönelik politika çerçevesi tartışmasına dönüşmüştür. Finansal dengesizliklere proaktif tepki verilmesi gerektiği yönünde varılan uzlaşmaya karşın bunun hangi politika veya politika bileşimi ile yapılacağı, politikalar arasındaki ilişkinin ve koordinasyonun ne olacağı cevaplanması gereken başlıca sorular olmuştur.

Finansal istikrar amacı doğrultusunda para ve makro ihtiyati politikaların nasıl yürütülmesi gerektiğine ilişkin literatürdeki tartışmaların temelinde iki gruba ayrıldığı görülmektedir. Bir tarafta para ve makro ihtiyati politikaların ikame ilişkisine vurgu yapan ayrık politika çerçevesi bulunurken, diğer tarafta ise politikalar arasındaki tamamlayıcılık ilişkisini ön plana çıkaran bütünleşik politika çerçevesi bulunmaktadır. Teorik temeller, aktarım

kanalları ve kullanılacak araçlar gibi birçok noktada birbirlerinden ayrılan iki yaklaşım arasındaki asıl farklılık finansal istikrar amacının para politikası stratejisindeki yeri ve önemi ile ilgilidir. Ayrık politika çerçevesi yaklaşımı, para politikası ile fiyat istikrarına makro ihtiyati politikalar ile de finansal istikrara odaklanılması gerektiğini ifade ederken, bütünleşik politika çerçevesi yaklaşımında finansal istikrar ikincil amaç olarak benimsenmeli ve politikalar birlikte yürütülmelidir.

Bütünleşik politika çerçevesini savunanlara göre, para politikasının risk alma kanalının varlığı, makro ihtiyati politikaların uygulanmasında karşılaşılan güçlükler ve araçların etkinliğine dair ampirik kanıtların yetersizliği makro-finance risklerle mücadelede politika faizinin aktif kullanımını gerektirmektedir. Diğer taraftan ayrık politika çerçevesinin taraftarları, finansal istikrarı merkez bankasının amaç fonksiyonuna dahil etmenin beraberinde önemli riskler getireceğine vurgu yapmaktadır. Buna göre fiyat ve finansal istikrar amaçları arasında yaşanabilecek muhtemel çatışma durumları merkez bankalarının kredibilitesini olumsuz etkileyecektir. Açık bir şekilde tanımlanmış kuralların olmaması zaman tutarsızlığına neden olarak kredibilite problemini daha da derinleştirecek ve para politikasının etkinliğine zarar verecektir. Bu sorunlar çözümlense dahi politika faizinin sektörel boyutta meydana gelen dengesizliklerle mücadeledeki etkinliğine dair önemli soru işaretleri bulunmaktadır.

Proaktif politika faizi tepkisinin fayda ve maliyetleri, iki yaklaşımın birbirlerinden ayrıldıkları bir diğer noktadır. Proaktif politika faizi tepkisinin fayda-maliyet analizinin kriz riskine aşırı duyarlı olduğunu iddia eden ayrık politika çerçevesi savunucularına göre krizin meydana gelme olasılığının düşük olduğu durumlarda maliyetler faydaların üzerine çıkmaktadır. Buna karşın bütünleşik politika çerçevesi, fayda-maliyet analizlerinin kriz olasılığı ile ilişkilendirilmemesi gerektiğini ifade etmektedir. Finansal dengesizliklerin arttığı dönemlerden ziyade finansal döngünün tamamına odaklanılması durumunda proaktif politika faizi tepkisinden net faydalar elde etmekte mümkündür.

Ayrık ve bütünleşik politika çerçevesi alternatifleri, gelişmiş ülkeler esas alınarak ortaya atılmıştır. Buna karşın gelişmekte olan ülkelerdeki finansal sistemlerin küresel finansal piyasalara olan bağım-

lılığı, daha spesifik bir politika çerçevesinin kullanımını gerektirmektedir. Bankacılık sektörünün finansal sisteme hakim olduğu bu ülkelerde aktarım mekanizmalarında bankalar ve banka kredileri hayati öneme sahiptir. Dolayısıyla kredi açığı değişkeninin bir ara hedef görevi üstlenerek reaksiyon fonksiyonlarda yer alması kredi hacminin kontrol edilmesine yardımcı olabilmektedir.

Fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayan faiz oranının belirgin ölçüde farklılaştığı gelişmekte olan ülkelerde, politika faizinin yanında ilave araçlara da ihtiyaç duyulmaktadır. Diğer taraftan bu ülkelerdeki kurumların zayıflığından dolayı siyasi baskılara daha fazla maruz kalmaları sadece makro ihtiyati politikalarla finansal istikrarı sağlamayı güçleştirmektedir. Bu bağlamda fiyat istikrarına ve finansal istikrara ulaşmada para ve makro ihtiyati politikaların kalibrasyonunun sağlandığı bütünlük bir enflasyon hedeflemesi gelişmekte olan ülkeler için daha uygun görülmektedir.

Politika çerçeveleri arasında tüm ülkelerin kullanılabileceği bir alternatifin varlığında söz etmek mümkün değildir. Politika çerçevelerinin öne sürmüş olduğu argümanların; ekonomilere, kullanım alanlarına ve finansal döngünün farklı evrelerine göre geçerliliği bulunmaktadır. Dolayısıyla ülkelerin yapısal ve kurumsal karakteristikleri, finansal piyasaların yapısı, sistemik dışsallıkların türleri ve boyutları politika çerçevesi tercihinde belirleyici olmaktadır. Finansal istikrarı sağlamada makro ihtiyati politikaların kullanılması gerektiği yönünde sağlanan uzlaşmaya karşın politikaların nasıl bir çerçevede yürütüleceğine ilişkin tartışmaların yakın gelecekte de devam etmesi kuvvetle muhtemeldir.

Kaynakça

- ADRIAN, T. and Hyun Song SHIN; (2008), "Liquidity and Leverage", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 328.
- AGENOR, Pierre-Richard and Luiz A. PEREIRA da SILVA; (2012), "Macroeconomic Stability, Financial Stability and Monetary Policy Rules", *International Finance*, Vol. 15, No. 2, pp. 205-224.
- AGENOR, Pierre-Richard and Luiz A. PEREIRA da SILVA; (2013a), "Inflation Targeting in a Post-Crisis World", http://www.iadb.org/res/CentralBanks/publications/cbm73_1094.pdf, (05.06.2017).
- AGENOR, Pierre-Richard and Luiz A. PEREIRA da SILVA; (2013b), "Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective From the Developing World", *Inter-American Development*

Bank and CEMLA.

- AKINCI, Özge and Jane OLMSTEAD-RUMSEY; (2015), "How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation" *International Finance Discussion Papers*, No. 1136.
- ANGELONI, Ignazio and Ester FAIA; (2013), "Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks" *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60 No. 3, pp. 311-324.
- ALTUNBAŞ, Yener, Leonardo GAMBACORTA, David MARQUES-IBANEZ; (2012), "Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk?" *ECB Working Paper Series*, No. 1427.
- BAŞÇI, Erdem ve Hakan KARA; (2011), "Finansal İstikrar ve Para Politikası" *TCMB Çalışma Tebliği*, No. 08.
- BEAU, Denis, Laurent CLERC and Benoit MOJON; (2012), "Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy" *Banque de France Working Papers*, No. 390.
- BERNANKE, Ben. S; (2010), "Causes of the Recent Financial and Economic Crisis" *Statement Before the Financial Crisis Inquiry Commission*.
- BORIO, Claudio; (2006), "Monetary and Financial Stability: Here to Stay?" *Journal of Banking and Finance*, No. 30, pp. 3407-3414.
- BORIO, Claudio ve Haibin ZHU; (2008), "Capital Regulation, Risk Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?" *BIS Working Papers*, No. 268.
- BORIO, Claudio; (2014a), "Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery?" *BIS Working Papers*, No. 440.
- BORIO, Claudio; (2014b), "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?" *Journal of Banking and Finance*, No. 45, pp. 182-198.
- BORIO, Claudio; (2016), "Towards a Financial Stability-Oriented Monetary Policy Framework?" *Conference on the Occasion of the 200th Anniversary of the Central Bank of the Republic of Austria, Vienna*.
- CARRE, Emmanuel, Jezabel, COUPPEY-SOUBEYRAN and Salim DEHMEJ; (2014), "Augmented Taylor Rule versus Macroprudential Rule What DSGE Models Tell Us?", http://meta-analysis2014.econ.uoa.gr/fileadmin/metaanalysis2014.econ.uoa.gr/uploads/Dehmej_Salim.pdf, (15.05.2017)
- CERUTTI, Eugenio, Stijn CLAESSENS and Luc LAEVEN; (2015), "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence" *IMF Working Paper*, No. 61.
- CLAESSENS, Stijn, Swati R. GHOSH and Roxana MIHET; (2014), "Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities", *IMF Working Papers*, No. 155.
- COLLARD, Fabrice, Harris DELLAS, Behzad DIBA and Olivier LOISEL; (2012), "Optimal Monetary and Prudential Policies", *Centre de Recherche en Economie et Statistique Working Papers*, No. 34.
- DELL'ARICCIA, Giovanni, Deniz IGAN, Luc LAEVEN, Hui TONG, Bas BAKKER and Jerome VANDENBUSSCHE;

(2012), "Policies for Macroeconomic Stability: How to Deal with Credit Booms", *IMF Staff Discussion Notes*, No. 12/06.

EICHENGREEN, Barry, Mohammed EL-ERIAN, Arminio FRAGA, Takatoshi ITO, Jean PISANI-FERRY, Eswar PRASAD, Raghuram RAJAN, Maria RAMOS, Carmen REINHART, Helene REY, Dani RODRIK, Kenneth ROGOFF, Hyun Song SHIN, Andres VELASCO, Beatrice WEDER DI MAURO and Yongding YU; (2011), "Rethinking Central Banking", *Brookings Institution: Washington*.

EKHOLM, Karolina; (2013), "Monetary Policy, Business Cycle Stabilisation and Macroprudential Policy" *Riksbank Speech*, 13 March.

GALI, Jordi; (2013), "Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles" *American Economic Review*, Vol. 104, No: 3, pp. 721-752.

GERLACH, Stefan; (2012), "Monetary Policy After the Crisis" *44th Annual Money, Macro and Finance Conference*, Dublin, 8 September.

GLOCKER, Christian and Pascal TOWBIN; (2012), "Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?" *International Journal of Central Banking*, Vol. 8, No. 1, pp. 65-113.

IMF, (2015) "Monetary Policy and Financial Stability" *Staff Report*, Washington D.C.

JIMENEZ, Gabriel, Steven ONGENA, Jose-Luis PEYDRO and Jesus SAURINA; (2012), "Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments" *European Banking Center Discussion Paper*, No. 11.

JUSELIUS, Mikael, Claudio BORIO, Piti DISYATAT and Mathias DREHMANN; (2016), "Monetary Policy, the Financial Cycle and Ultra-Low Interest Rates" *BIS Working Papers*, 569.

KUTTNER, Kenneth N. and Ilhyock SHIM; (2013), "Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies", *BIS Working Papers*, No. 433.

LAEVEN, Luc; (2016), "Monetary Policy in the Clutches of Financial Stability", *32nd SUERF Colloquium and Deutsche Bundesbank*, Frankfurt, 3 February.

LIM, Cheng Hoon, Francesco COLUMBA, Alejo COSTA, Pi-yabha KONGSAMUT, Akira OTANI, Mustafa SAIYID, Torsten WEZEL and Xiaoyong WU; (2011), "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", *IMF Working Papers*, No. 11/238.

MUNDELL, Robert; (1962), "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability" *IMF Staff Papers*, Vol. 9, No.1, pp. 70-79.

NIER, Erlend; (2011), "Macroprudential Policy-Taxonomy and Challenges", *National Institute Economic Review*, No. 216.

OLSEN, Oystein; (2013), "Countercyclical Capital Buffer – Criteria for Use and Interaction with Monetary Policy" *Annual Meeting of ACI Norge*, Oslo, 18 April.

PALIGOROVA, Teodora and Joao A. C. Santos; (2012), "When Is It Less Costly for Risky Firms to Borrow? Evidence from the

Bank Risk-Taking Channel of Monetary Policy", *Bank of Canada Working Paper*, No. 10.

PEREIRA da SILVA, Luiz Awazu; (2016), "Towards an Integrated Inflation Targeting Framework in Middle-Income Countries: A Research Agenda" *2nd ECBN Policy Research Conference on 'Macroprudential Instruments and Financial Cycles'*, Ljubljana, 29 September

PRAET, Peter; (2011), "Housing Cycles and Financial Stability – the Role of the Policymaker" *EMF Annual Conference 2011*, Brussels, 24 November.

REY, Helene; (2015), "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", *NBER Working Paper*, No. 21162.

SCHULARICK, Moritz and Alan M. TAYLOR; (2012), "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008" *American Economic Review*, Vol. 102, No. 2, pp. 1029-1061.

SHIN, Hyun Song; (2015), "Macroprudential Tools, Their Limits and Their Connection with Monetary Policy", *IMF Spring Meeting event: "Rethinking macro policy III: progress or confusion?"*, Washington, 15 April.

SMETS, Frank; (2014), "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?" *International Journal of Central Banking*, Vol. 10, No. 2, pp. 263-300.

SPENCER, Grant; (2010), "The Reserve Bank and Macro-Financial Stability" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 73, No. 2, pp. 5-14.

SVENSSON, Lars E. O.; (2009), "Flexible Inflation Targeting – Lessons from the Financial Crisis" *Towards a new Framework for Monetary Policy? Lessons from the Crisis Workshop*, Amsterdam, 21. September

SVENSSON, Lars E. O.; (2012), "Comment on Michael Woodford, 'Inflation Targeting and Financial Stability'" *Sveriges Riksbank Economic Review*, No. 1, pp. 33-39.

SVENSSON, Lars E. O.; (2016) "Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?" *IMF Working Paper*, No. 3.

STEIN, Jeremy C.; (2013), "Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses" *'Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter'* *Research Symposium*, St. Louis, 7 February.

TINBERGEN, Jan; (1952), "On the Theory of Economic Policy" *Amsterdam: North-Holland Publishing Company*.

UEDA, Kenichi and Fabian Valencia; (2012), "Central Bank Independence and Macro-prudential Regulation" *IMF Working Paper*, No. 101.

WOODFORD, Michael; (2012), "Inflation Targeting and Financial Stability" *Riksbank Economic Review*, No. 1, pp. 7-32.

YELLEN, Janet L.; (2014), "Monetary Policy and Financial Stability" *The 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture*, 2 June.