

Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar*

Mustafa Harun ATILĞAN

*T.C. Maliye Bakanlığı, Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü,
mhatilgan016@gmail.com*

Öz

Tek amaç ve tek araç şeklinde düzenlenmiş olan para politikası 2008 finansal krizi sonrası yerini olağanüstü uygulamalara bırakmıştır. Bu süreçte merkez bankaları finansal istikrarı amaçları arasına alırken, bu yeni amaç makro ihtiyati politikalar olarak adlandırılan yeni bir aracı zorunlu kılmıştır. Krizin etkileri geçerken, ülkeler olağanüstü koşullarda uyguladıkları para politikasını normalleştirmek için bazı çalışmalara başlamıştır. Bu çalışma da para politikasının normalleşme sürecine ve günümüz tartışmalarına ilişkin bilgi vermeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla, finansal istikrar kavramı açıklanmaya çalışılmakta ve para politikasının değişen rolü ile makro ihtiyati politikalar hakkında bilgi verilmektedir. Son olarak çalışma para politikasının nihai haline ilişkin tartışmalarla sonlanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal İstikrar, Para Politikası, Makro İhtiyati Politikalar

JEL Sınıflandırma Kodları: E52, E58

New Monetary Policy Concept and Financial Stability†

Abstract

The Monetary Policy that was designed with only one objective and one tool has been replaced with extraordinary implementation after 2008 financial crisis. In this period, as Central Banks set financial stability in their goals, this new target requires a new tool named macro prudential policy. Passing away effects of crisis, countries began to work some practise about monetary policy that is in extraordinary conditions for normalizing. This study aimed to inform processing with normalizing monetary policy and refers to the current debate. For this purpose, it has tried to explain the concept of financial stability. And then it has given information about changing role of monetary policy and macro prudential policy. Last, the study has ended with debates regarding the final version monetary policy.

Keywords: Financial Stability, Monetary Policy, Macro Prudential Policy

JEL Classification Codes: E52, E58

* Bu çalışma, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsünde hazırlanan Yüksek Lisans tezinden üretilmiştir.

† Extended abstract is presented at the end of the article.

Atıfta bulunmak için / Cite this paper:

Atılğan, M. H. (2016). Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), 249-268.

1.Giriş

Küresel Finansal Kriz öncesi büyük oranda fiyat istikrarını sağlayan geleneksel para politikası üzerinde uzlaşa sağlanmıştır. Politika faizi de bu süreçte tek araç olarak kullanılmaktadır. Ancak beklendiği gibi fiyat istikrarının kendiliğinden finansal istikrarı sağlayamaması ve kriz ile finansal istikrarsızlık sorununun ülke ekonomileri üzerinde yıkıcı etkiler yaratması uygulanan politikalarda değişikliğe neden olmuştur. Gelişmiş ülke Merkez bankaları deflasyonist baskıları kırmak amacıyla ve durgunluğun önüne geçmek için miktar genişlemesi, kredi genişlemesi ve faiz taahhüdü gibi araçları seçerken, gelişmekte olan ülkeler ise, genelde gelişmiş ülkelerin aldığı kararlar sonucu oluşan likidite bolluğu ve yaratılan sermaye akımlarının ülke ekonomilerine zarar vermemesi ve olası zararın en aza indirilmesinde faiz koridoru ile zorunlu karşılıkları kullanmıştır. Kısaca hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler farklı saikler ile farklı araçlar kullanarak bu süreçte yer almıştır. Geleneksel olmayan para politikası uygulaması aslında normal dönemlerde kullanılan bazı araçların olağanüstü koşullara ve farklı amaçlara hizmet etmek üzere düzenlenmesi şeklinde görülmektedir. Faiz koridorunun pasif yapıdan aktif hale gelmesi ve zorunlu karşılıkların yapısında vade farklılaştırılmasına gidilip sermaye akımlarına karşı kullanılması bu duruma örnek olarak verilebilir. Bazen de kredi genişlemesi, vade uzatımı gibi başlı başına yeni bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Merkez Bankaları araç çeşitliliğine gidip geleneksel olmayan araçları kullanmaya başlarken, politika amaçlarını da fiyat istikrarının yanına finansal istikrarı da koyarak genişletmiştir. Finansal istikrar için, kriz öncesi uygulanan mikro ihtiyati düzenlemelere ek olarak, alınacak makro ihtiyati önlemler ile politika enstrümanları arasında sağlanacak uyum politika setinin elini kuvvetlendirecektir. Böylelikle para politikasında oluşan yeni anlayış, finansal istikrar sorunu tarafından şekillenmekte ve sürekli bir değişim göstermektedir. Gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan geleneksel olmayan araçların bir yan etkisi olarak oluşan likidite ve artan küresel risk iştahı ile yaratılan kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin makro dengelerini tehdit edici düzeylere ulaşması ve krizin oluşturduğu olağanüstü durumların kaybolmaya başladığının düşünülmesi nedeniyle geleneksel olmayan para politikasından çıkış stratejileri aranmaya başlanmıştır. Şüphesiz bu olayda uygulanan politikaların gelişmiş ülkelerin fiyat istikrarı hedeflerinde sapma yaratması da kabul edilebilir bir sebeptir.

Bu çalışma da öncelikle finansal istikrar kavramının ne olduğunu açıklamaya çalışılacaktır. Devamında ise makro ihtiyati politikaların ve araçlarının yapısı ve işlevlerine ilişkin görüşlere yer verilecektir. Finansal istikrar için nasıl bir mekanizma geliştirileceği ve bu mekanizmada para politikasının rolünün ne olacağına ilişkin tartışmalar sırasıyla ele alınacaktır. Son olarak da, para ve makro ihtiyati politikalar arasında uyum ile koordinasyona ve doğru politika setini oluşturmaya yönelik çalışmalara değinilecektir.

2. Finansal İstikrar ve Para Politikası

2.1. Finansal İstikrar Kavramı

Yeni para politikasının oluşmasına neden olan finansal istikrar olgusunun ne anlama geldiğinin açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Ne var ki, fiyat istikrarı tanımında görüş birliği sağlanırken makro finansal istikrar tanımı üzerinde bir uzlaşma yoktur.

Özatay'a göre, makro finansal istikrar hem finansal kurumların hem de finansal kurumların aracılık hizmetlerinden yararlananların risk alma iştahlarının ekonomik faaliyetler düzeyindeki dalgalanmalarla paralel hareket etme eğilimi ve dolayısıyla söz konusu dalgalanmaların şiddetinin azaltıldığı bir ortam olarak tanımlanmaktadır. Ekonominin hızla büyüdüğü dönemlerde ekonomik birimlerin risk alma iştahını frenleyen, ekonomi yavaş büyüdüğünde ise oluşacak risk alma iştahsızlığını azaltan politikalar makro ihtiyati finansal politikalar olarak adlandırılmaktadır (Özatay, 2012: 52). Yine finansal istikrar kavramı Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP) ve Dünya Bankası tarafından 1990'lı yılların sonunda gündeme getirilen küresel kamu malı olarak da tanımlanabilmektedir. Bir malın ya da hizmetin küresel kamu malı olarak kabul görmesi için birden çok ülke veya ülke grubunu kapsamaması, tüm sosyal ve ekonomik gruplara fayda sağlaması ve etkilerinin gelecek nesillere yansımaları gerekmektedir (Akyol ve Varlık, 2010: 143). Bu bağlamda düşünüldüğünde uluslararası entegrasyon ve küreselleşme olgusu ile ulusal düzeyde yaşanan finansal istikrarsızlıklar uluslararası bulaşma kanalları ile küresel ölçekte ortaya çıkabilmekte, ulusal düzeydeki bir piyasa başarısızlığı da küresel ölçekte diğer ülkeleri olumsuz etkileyebilmektedir. Yaşadığımız son kriz de bunun bir ispatı niteliğindedir. Burdan hareketle finansal istikrar kavramını diğer küresel kamu mallarından ayırt edici özellikleriyle; finansal istikrarı küresel politika sonuçları ile ortaya çıkan, riski azaltan, temel ve tamamlayıcı etkinlik olarak görülen, soyut ve nihai bir kamu malı olarak tanımlayabiliriz. Çünkü finansal hizmetlerden sağlanan faydadan herkes yararlanabilmektedir; tüketiminde rekabet yoktur ve bu sağlanan faydadan kimseyi dışlamak mümkün değildir. Fayda ya da finansal istikrarsızlık gerçekleştiği ülke dışında diğer ülkelere de yayılabildiği için finansal istikrar potansiyel bir kamusal nitelik taşımaktadır (Göker, 2009: 11)

Finansal istikrar tanımlaması yapılırken iki noktaya dikkat edilmesi gerekmektedir. Bunlardan ilki finansal istikrar ve istikrarsızlık bir finans kurumu için değil, finans sisteminin tamamı için kullanılmaktadır (Ersel, 2012: 40). Bu ayırım daha önce Özatay'ın tanımında yaptığımız makro vurgusuna işaret etmektedir. Bireysel bazda kurumlar istikrarlı olsa da finansal istikrarsızlık gerçekleşebilir. İkinci önemli ayırım ise finansal istikrarın ya da oluşacak istikrarsızlığın fayda ve maliyetinin reel kesime olan etkisiyle ölçülmesidir. Yani finansal istikrarsızlık ancak reel kesim için olumsuz sonuçlar doğurduğunda söz konusu olabilmektedir.

Finansal faaliyetleri sürdüren kurumlar finansal sistemi oluştururken, finansal sistemin reel kesimle iletişimini finansal piyasalar kurmaktadır. Finansal kesimin sahip olduğu dinanizm ise Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezine göre, eninde sonunda reel kesimde olumsuz etkiler yaratacaktır ve gerekli önlemlerin alınması lazımdır. Finansal sistem için dört durum söz konusudur. Bunlardan ilkinde finansal istikrarsızlık finansal kesimin görevini yerine getirmesini engellemekte ve reel kesimde de olumsuz bir etki yaratmamaktadır. Bu durum finansal istikrarsızlık olarak görülmez. İkinci durumda ise finans sistemi olumsuz yönde etkilense de reel kesimi etkilememektedir. Bu durumun daha çok geçiş dönemi olarak görülmesi reel kesime olan etkilerin gecikmeye uğramasından ileri gelmektedir. Üçüncü durumda finansal istikrarsızlık oluşmakla birlikte bu kesimde olumsuz etki yaratmamakta reel kesimi ise olumsuz etkileyebilmektedir. Son durum ise hem finansal kesimde hem de reel kesimde istikrarsızlığın görülmesi, olumsuz etkiler oluşmasıdır ki bu da finansal krize işaret etmektedir (Ersel, 2012: 39).

Finansal istikrar konusunda dikkat edilmesi gereken diğer bir ayrımda finans sistemindeki istikrarsızlığın sadece bu kesim ile, finansal istikrarsızlığın ise reel kesimi de içine alarak ekonominin bütününe ilişkin olduğudur. Finans sistemindeki istikrar fiyat istikrarı gibi gerek olmakla birlikte finansal istikrar için yeterli değildir.

2.2. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Para Politikasının Rolü

Para politikasının dört açıdan finansal istikrarla ilişkili görülebilmektedir. İlk olarak iflaslar, balonlar ve hızlı kredi ve varlık artışlarını sakinleştirme ve önleme fonksiyonu vardır. Yine bağımsızlık ve sistematik öneme sahip finansal enstrümanlar için likit fonlara ilişkin piyasaların krize girmesini engelleyebilmektedir. Sistematik öneme sahip olan finansal enstrümanlar için oluşabilecek likidite krizini ve sistematik önemli finansal kurumlar için borç ödeyememe krizini önlemek görevleri de para politikasını finansal istikrarın sağlanması sürecine dahil etmektedir (Buitter, 2012: 1-2). Para ve finansal istikrar politikalarının farklı olmaları her bir politikanın diğer politikanın amacıyla ilişkili olmadığı anlamına gelmemektedir. Para politikası reel ekonomiyi etkilediğinde kârlılık oranlarını, varlık fiyatlarını ve bilançoları da etkilemekte dolayısıyla finansal istikrara tesir etmektedir. Keza finansal istikrar politikalarının etkileri de hem parasal aktarım mekanizmasında hem de borçlanmada ve finansal koşullara diğer yönlerinde kendini göstermektedir (Svensson, 2011: 5-6)

Para politikası finansal istikrara katkısı bazı kısıtlarda içermektedir. Finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler para politikası için teknik problemlere ve belirsizliklere yol açmaktadır. Artan finansal enstrümanlar para politikasının transfer kanallarına olan etkisini sınırlamaktadır. Ayrıca finansal varlıklar içinde parasal taban dışındaki varlıkların oranının artması parasal tabanın borç verebilme yeteneğini azaltmaktadır. Bilanço dışı işlemler olarak bilinen türev araçların artan

kullanımı para politikasının etkinliğini azaltan bir diğer önemli gelişmedir (Tokucu, 2012: 94) Özel kesimin finansman sıkıntılarının olduğu bir ortamda para politikasının reel ekonomiyi geliştirmesini beklemek pek mümkün olamamıştır. Bu durumda ekonomide büyümeyi sağlamak ancak iyileştirme ve reform tedbirlerinin alınmasına bağlı kalmış ve para politikası tedbirleri pek işe yaramamıştır (Erol ve Erol, 2015: 8).

Kriz öncesinde fiyat istikrarı makro düzeyde, finans sisteminin istikrarı ise mikro düzeyde ele alınmıştır. Bu iki amaca ulaşıldığında ise ekonominin finansal istikrara ulaştığı düşünülmüştür. Bu düşünce farklı araçlar ile farklı kurumlara bu iki amacın tahsis edilmesine ve merkez bankasının finansal istikrara daha uzak bir duruş sergilemesine yol açmıştır. Ama finansal istikrarın sağlanması için makro bir bakış gerekmektedir. Finansal istikrar amacına getirilecek bir makro bakış para politikasının oluşumunun makro finansal düzenlemeleri dikkate alarak ters etkiler yaratmayacak şekilde bu düzenlemeler ile uyumlu olması zorunluluğunu da doğurmaktadır. Eski yapıda bulunan ve finansal istikrarın mikro düzeyde yapılacak düzenlemeler ile denetleyici ve düzenleyici bir kurumun sorumluluğuna bırakılması, fiyat istikrarının ise makro bir bakış ile merkez bankasının sorumluluğuna bırakılması şeklinde olan ayırım kalkmıştır.

Merkez Bankasının asli görevleri arasında bulunan likiditenin sürekliliğini garantilemek, ödeme sistemine iyi bir performans sağlamak ve parasal aktarım sürecini gözetmek şeklindeki fonksiyonları finansal istikrar ile yakın ilişkilidir. Başlıca finansal istikrarsızlık göstergeleri arasında bulunan varlık fiyatları, kredi artışları ve parasal toplamlardaki olumsuz gelişmelerle (aşırı kredi genişlemesi ve varlık fiyat artışları) mücadele etmede merkez bankaları aktif bir rol alabilir (Kaya ve Tokucu, 2014: 3). Finansal soruna makro bakış açısı getirecek uygulamaların ve makro finansal düzenlemelerin merkez bankasının sorumluluğunda olmasının uygun olacağı düşünülebilir. Merkez Bankaları böylece sahip olacağı iki amaca uygun olarak politikalarını belirleyebilecektir. Makro ihtiyati politika aracı olarak kullanılabilen faiz koridoru ve zorunlu karşılık gibi araçlar özellikle gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya kaldıkları güçlü sermaye akımlarına karşı yavaşlatıcı etkiler yaratabilmektedir. Böylece merkez bankaları sahip oldukları araçları en etkin şekilde kullanma kararı verirken amaçlar arası oluşabilecek olası bir ödünleşmenin önüne geçebilecektir. Unutulmamalıdır ki, fiyat istikrarı finansal istikrar için gereklidir.

Diğer bir alternatif ise merkez bankası ile düzenleyici ve denetleyici kurumların yetkilerini bir araya getirip ortak karar alıp yürütecekleri bir eşgüdüm merkezi yani bir koordinasyon kurulu oluşturabilmektir. İlk bahsettiğimiz tüm yetkilerin merkez bankasında toplanması ve bazen merkez bankasının mikro alana da nüfuz etmesi ABD uygulamasına benzemektedir. Alternatif diğer çözüm ise Avrupa Birliği'nin çözümüne yakınsamaktadır. Türkiye'deki uygulamada ise Finansal İstikrar Komitesi kurulmuş ve Avrupa geleneği izlenmiştir. Yalnız bu komitenin

başkanlığının Hazine'den sorumlu bakana verilmesi bağımsız bir kurul kurulamadığını göstermektedir (Ersel, 2012: 42).

Tablo 1. Makroekonomik Politikaların Faaliyet Alanları ve Finansal İstikrara Katkıları

Makroekonomik Politika	Birincil Amacı	Finansal İstikrara Katkısı
Makro- ihtiyati Politika	Finansal kurumların sorunlarını sınırlamak	Sistematik riski yönetmek
Para Politikası	Fiyat istikrarı	Varlık ve kredi piyasasında çevrimlere karşı dayanmak
Döviz Kuru Politikası	Döviz kuru istikrarı	Sermaye akımlarının oynaklığını azaltmak
Maliye Politikası	Konjoktüre karşı talebi yönetmek	Finansal sistemdeki baskıya karşı mali tamponları sürdürmek

Kaynak: Hannoun (2010)

Küresel kriz öncesi bizde olduğu gibi birçok merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarı, kullandığı araçta politika faizi olmuştur. Kriz sonrası bu anlayışa yapılan temel eleştiri ise finansal piyasalarda oluşan balonlara karşı önlem alınmaması ve tehlikenin göz ardı edilmesidir. Yaşanan derin finansal kriz politika yapıcılarını para politikası üzerine bir kez daha düşünmeye itmiştir. Para politikasında yalnızca fiyat istikrarını gözeten yaklaşım finansal istikrar için olumsuz yan etkiler oluşturmuş, sağlanan likidite piyasa aktörlerinin yanlış davranışlara yönelmesinde itici güç teşkil etmiştir. Başta eski FED başkanlarından Greenspan olmak üzere bazı iktisatçılara göre balonları tespit etmek oldukça güçtür. Patlamadan engellemek ise daha büyük zorluklar taşımaktadır. Ama kriz bize kriz sonrası oluşan maliyetin daha yüksek olduğunu göstermiştir. Balonları da dikkate alacak şekilde para politikası tasarlamak gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu noktada enflasyon hedeflemesinden vazgeçmeyi düşünmek gerekmez. Önemli olan enflasyon hedefleme rejimini finansal istikrarı da içine alacak şekilde oluşturabilmektir. Bu yönde Woodford gibi bazı iktisatçıların model oluşturmaya ilişkin çalışmaları bulunmaktadır (Woodford, 2009: 277).

Finansal kurumların sermayelerine kıyasla daha çok kredi açmalarının bir göstergesi olarak tanımlayabileceğimiz kaldıraç oranları krizin en önemli bileşenlerinden biri olmuştur. Enflasyon hedeflemesinde oluşturulan modellerin parametreleri arasına kaldıraç oranları da alınmalı ayrıca kaldıraç oranlarına ilişkin düzenlemelerde yapılmalıdır. Kurulacak modellerde karşılaşılabilecek zorlukların başında şüphesiz kullanılacak aracın tekliği ve etkinsizliği gelmektedir. Bu zorluklar para politikasının her iki amaca ulaşmada makro ihtiyati araçlara duyduğu gereksinimi ortaya çıkarmaktadır.

3. Makro İhtiyati Politikalar

Kriz öncesi dönemde finansal istikrarın sağlanması için mikro anlamda finansal düzenlemeler bulunmaktaydı. Finansal istikrarın sağlanmasına ilişkin bu düzenlemeler gerekli ama yeterli değildi. Finansal sistemin gelişmesi ve giderek karmaşık bir hal alması mikro ihtiyati düzenlemeleri makro ihtiyati politikalarla tamamlama ve makro bakış açısı getirme zorunluluğu yaratmaktadır. Böyle bir değişiklik aynı zamanda sistemin bütününde rahatlatıcı bir etki oluşturmaktadır. Makro ihtiyati (sakıngan) politikalar finansal sistemin tümünü etkilemeyi amaçlasa da pratikte yoğunlaşma bankacılık alanında olmaktadır. Yine finansal istikrarın sağlanmasında uygun makro politikaların seçilmesi, mevcut mikro politikalarla uyumun ve koordinasyonun iyi olması da önem arz etmektedir.

Küresel finansal krizin finansal sistemde yarattığı yıkıcı etkiler finansal sistemin tümüne yönelik olan ve makro ihtiyati politikalar olarak adlandırılan düzenlemelerin hareket noktası olmuştur. Hansen, Kashyap ve Stein tarafından bilançoda çoklu finansal kuruluşların ortak bir şok tarafından vurulmasıyla meydana gelen aşırı daralmayla ilgili sosyal maliyetlerin kontrol edilmesine yönelik bir girişim olarak adlandırılan makro ihtiyati yaklaşım mikro ihtiyati politikalarla farklılık göstermektedir (Coşkun ve Sevgi, 2012). Mikro ihtiyati politikalar bankaların dışsal risklere cevap verebilmesini sağlamayı amaçlarken, finansal sistemden doğacak sorunların reel kesime olan olumsuz yansımaları olarak adlandırabileceğimiz sistematik riski azaltarak kredi akışının sürmesini sağlar. Makro ihtiyati politikaların amacı iş ve finansal çevrimlerin etkilerini azaltmak, piyasa oyuncularını ve kurumları tarafından artan ortak riskler ve birbirine bağlılığı idare etmek ve varlık ile kredi balonlarıyla ekonomik ve finansal karışıklığa yol açacak zamana geldiğinde uğraşmak yerine, onları başlangıçta yakalamak için yollar bularak sistematik riski sınırlamaktır (Agur ve Sharma, 2013: 4).

Finansal istikrar için önem arz eden sistematik riski finansal firmaların kredi döngüsünün artış dönemlerinde aşırı risk alma, düşüş dönemlerinde ise riskten kaçınma eğiliminde olmaları ve bireysel bankaların genellikle kendilerinin finansal ağına bütünü bağlamında yaratacakları yayılma etkisini dikkate almamaları olarak da tanımlayabiliriz (Coşkun ve Sevgi, 2012). Hem finansal sistem hem de nihai borçlanan ile ilgili vade dönüşümü ve aşırı kaldıraç kullanımından kaynaklanan sistematik risk, finansal piyasalardaki ticari işlemler ile borç verme koşullarındaki ve dönemlerindeki rahatlatma ile daha güçlü hale gelebilmektedir (BoE, 2011: 13). Sistematik risk dışında ayrıca sistematik kırılabilirliğe yol açan kredi ve varlık fiyatları arasındaki çevrimsel döngü, aşırı kaldıraç kullanımı ve sürdürülebilir olmayan kaynaklardan fonlanma ile azaltılabilmektedir. Bu amaçla finansal sistemde öneme sahip olan kurumlar belirlenir.

Makro ihtiyati politikalar, politika otoritelerine sistemsel konjonktürün ve finansal sistemin direncini gözden geçirmek, değerlendirmek, finansal istikrara yönelik

tehditlerin yeni mi yoksa devam eden bir tehdit mi olduğunu belirlemek, politika araçlarının seçimine ve diğer politikalarla etkileşimine dikkat etmek gibi görevler getirmiştir. Makro ihtiyati politikalar hem oluşacak risklerin zaman içinde birikiminin hem de riskin etkisinin genele yayılımının (kesit boyutu) önüne geçebilmektedir (TCMB, 2014: 2). Çıktı ve refah kaybını uzun vadede sınırlamayı amaçlayan, negatif dışsallıklara karşı dengeleyici bir güç olarak çalışan makro ihtiyati politikalar hem zaman hem de yapısal boyut taşımaktadır. Kurumların risk yapısına odaklanan mikro bakış yerine makro anlayışta kurumlar arası portföy işlemlerine bakılarak önlemler alınır. Bu nokta önemlidir, çünkü kurum riski düşük iken sistemin bütünü itibarıyla risk artıyor olabilir. En başta bilinmesi gereken nokta makro ihtiyati politikaların ikame değil tamamlayıcı nitelikte olduğudur. Çalışma alanı ise hem finansal sistem içindeki etkileşimden hem de finansal sistem ile reel ekonomi arası etkileşimden oluşmaktadır (Osinski vd, 2013: 6).

3.1. Makro İhtiyati Politika Araçları

Makro ihtiyati araçlar başlıca üç kategoride toplanabilir:

- 1) Sermaye ve likidite yeterlilik oranları; bankaların sermaye ve borç verme maliyetlerini artırarak iyi zamanlarda tutulan rezerv miktarının kriz dönemlerinde oluşacak olası kayıpları kompanse edecek düzeyde olmasına katkı sağlar.
- 2) Varlıkları sağlamlaştırma ve kredi büyüme sınırları; özellikle sektörel şoklara karşı dayanıklılık, daha düşük kredi büyümesi ve ortalama borçlanma kalitesinde artış sağlar.
- 3) Borçlanma uygunluk kriterleri; kredi oranı tavanı (LTV) ile borç/gelir oranı (DTI) gibi oranlar ile hem hanehalkı hem de kurumların risk profili sınırlanmış olur (Dell'Ariccia vd, 2012: 23).

Ülke bazında daha yüksek sermaye yeterlilik oranları kredi arzı üzerine etki yaparak varlık tutma yeteneğini geliştirebilmektedir. Bulgaristan, Hırvatistan, Estonya ve Ukranya gibi ülkelerde bu uygulama başarı sağlamamış, Polonya'da ise kısmi bir başarı elde edilmiştir. Polonya borçlanma uygunluk kriterleri uygulamış ve faizleri düşük tutarak ulusal parasının değer kaybetmesine (İsviçre frangı ve Euro karşısında) neden olsa da borçlanmayı kontrol etmiştir. 2000 yılında İspanya'da başlatılan benzer bir uygulama 2004 yılında revize edilmiş ve 2007 sonunda başlayan emlak balonu krizinde faydası görülmüştür. Kredi tavanı oranı ve borcun gelire oranı sınırlamaları da eğer borçlanan kesim hanehalkı ise dayanıksızlık yaratabilir. Borç verenlerin kırılabilirliğini ise azaltır. Ayrıca bu kesimin gelir ve geçici geçimsizlik sorunlarında rahatlama sağlar. Kredi tavanları özellikle toplumun genç hanehalkı ve yatırımcı kesiminden tepki çekebilir. Arkasında güçlü bir politik duruş gerektirmektedir. Krediyeye duyarlı grupları etkilemesinin yanında dönemler arası tüketimi azaltıp daha düşük yatırım etkinliği

yaratabilir. Kore ve Hong Kong uygulamalarında bu araçların etkili olduğu görülmüştür. 2002 yılının Eylül ayında Kore’de başlayan sınırlamalar ev fiyatlarında önemli düşüşler yaratmıştır. Hong Kong’da daha eskiye dayanan bu uygulama (1994’de) emlak balonlarını durdurmada etkili olmakla birlikte 1997 Asya krizine karşı da önemli bir güvenlik sistemi olmuştur (Crowe vd, 2011: 18). Peru’da mevduatlar üzerine uygulanan zorunlu karşılıklar hızlı kredi büyümesinin oluşturacağı risklere karşı yardımcı olmuştur. Brezilya’da kredi büyümesine karşı yüksek oranda LTV belirlenmiştir (Dell’Ariccia vd, 2012: 25).

Ülkemizde ise daha önce geleneksel olmayan para politikası bölümünde anlatılan faiz koridoru, zorunlu karşılık uygulaması ve rezerv opsiyon mekanizmasını (ROM) finansal istikrarı sağlama amacıyla birer makro ihtiyati araç olarak düşünebiliriz. Ayrıca TCMB’nin kredili mevduat hesabı (KMH), kurumsal kredi kartlarına üst sınır belirlemesi ve ihracat reeskont kredilerine sağladığı kolaylıklar diğer uygulamalar olarak görülmektedir. Ayrıca BDDK ve makro otoriteler tarafından alınan tedbirler bulunmaktadır. Bu tedbirler kredi kart limitlerine, taksitlerine ve asgari ödeme oranlarına ilişkin düzenlemeler, bireysel kredi kartlarının tüketici kredisi kapsamına alınıp tüketici kredileri ve kredi kartları taksitlerine sınırlama getirilmesi, taşıt kredilerine ayrılan karşılıklar ve kredi/değer oranına ilişkin uygulamalar, bankaların sermaye yeterlilik oranlarına ilişkin düzenlemeler, ihracat ve kobi kredilerine sağlanan kolaylıklar ve Basel III’e geçiş için gerekli uyum çalışmaları şeklindedir (TCMB, 2014: 4).

Yine makro ihtiyati politika araçları vadeli mevduat ile ilgili uygulamalarda, zorunlu karşılıklarda, likidite fonlama standartlarında, faiz oranı ile kredi kontrollerinde ve döviz pozisyonu sınırlamalarında kendini göstermektedir. Makro ihtiyati politika araçlarını uzun vadede kullanan ülke sayısı azdır. Uygulamada birçok aracı içeren bir paket program gibi değişken yapıda ve çoklu kombine şeklindedir. Bu araçları çoğu ülke kredi piyasasındaki gelişmelere tepki olarak uygulamıştır. Kredilerde artış yaşandığında oluşacak olumsuz etkilere karşı iyi bir önlem olsa bile daha çok kredi balonları patladıktan sonra oluşacak kötü sonuçlardan kaçınmada iyi bir performans sergilemektedir. Makro ihtiyati politika araçları emlak balonları ve kaldıraçlar için iyi bir çözüm olması sorunun kaynağına etki edebilme özelliğinden ve değişen ülke koşullarına uyum sağlama yeteneğinden ileri gelmektedir.

Bütün bu olumlu duruşun yanında politik baskılara açık olması uygulama etkinliğine olumsuz tesir etmektedir. Ayrıca makro ihtiyati politikaların etkinliği ile ilgili çok az çalışma bulunmakta ve yararları ile olası yan etkileri hakkında fazla bilgi bulunmamaktadır.

3.2. Makro İhtiyati Politikalar ve Para Politikası

Finansal istikrarı sağlama yolunda makro ihtiyati politikalar ile para politikasının birlikte koordine şeklinde kullanılması olumlu bir sonuç verecektir. Fiyat istikrarı

amacıyla finansal istikrar amacı çeliştiği durumlarda uygulanan politikaların olumsuz etkisinin ve olası bir amaçlar arası tercih sorununun makro ihtiyati araçlar ile önüne geçilebilir. Uygulanan para politikasının yaratacağı risk alma tehlikesi ihtiyati düzenlemeler ile engellenebilir. Fakat makro ihtiyati politikaların az önce de değindiğimiz gibi politik baskılara açık olması bu mekanizmanın sağlıklı çalışmasını engelleyebilir. Daraltıcı bir makro ihtiyati düzenlemenin politik maliyetleri yüksek olabilir.

Para ve makro ihtiyati politikaların Merkez Bankasında birleştirilmesi savı üç nedene bağlanmaktadır. İlk olarak makroekonomik gelişmeleri takip etmekte Merkez Bankasının sahip olduğu üstünlüğe, ikinci olarak makro ihtiyati sorumluluklarının Merkez Bankasında toplanması ile oluşan ayrı birimlerin faaliyetlerinin koordinasyon problemine ve son olarak ise para politikası kararlarının kaldıraç ve risk alma ile ilgili potansiyel sonuçlara sahip olmasıdır (Galati ve Moessner, 2011: 24-25). Makro ihtiyati politikaları sistemik riski azaltarak finansal istikrarı sağlamaya çalışmasında doğrudan sorumlu olsun ya da olmasın Merkez Bankasının sistemik riskin ve makro finansal bağlantıların analizindeki uzmanlığı faydalı olacaktır (Fujita vd, 2010: 17).

Para politikası kaldıraç ve kısa dönem ile döviz cinsinden borçlanmayı etkileyerek iktisadi birimlerin ex-ante risk alma dürtülerini şekillendirerek yada ex-post borçlanma kısıtlarını azaltarak finansal istikrarı etkiler. Benzer şekilde makro ihtiyati politikalarda bir veya daha fazla sektörde borçlanma ve harcamaları kısıtlayarak tüm çıktıyı etkileyebilir. Bu yan etkiler iki politikanın birlikte yönetilmesinin nasıl etkiler yaratacağı sorusunu akla getirmektedir (Claessens, 2014: 9). Para ve makro ihtiyati politikaların birlikte finansal istikrar amacına hizmet etmesi kurumsal yapıda da tartışma yaratmıştır. Para ve makro ihtiyati politikaların tek çatı altında mı toplanacağı yoksa ayrı kurumlarca oluşturulacak bir komite tarafından mı gerekli uyumun sağlanacağı cevap bekleyen soruların başında gelmektedir. Uygulamada her iki örnekte görülmektedir. Bağımsız bir merkez bankası kredibilitesi yüksek bir kurum olarak sahip olduğu araçları iki amaca da rahatça tesis edebilmektedir. Böylece olası politik baskılara maruz kalmaktan ve koordinasyon sorunundan kurtulmuş olur. Yalnız ülkemizde olduğu gibi farklı karar birimlerinin bir komisyon altında birleşip politika belirlemesi de yaygın şekilde görülmektedir. Bu ülkelerde para politikası makro ihtiyati politikalardan ayrı tutulmakta iki politik karar birimi finansal istikrar komitelerinde bilgi paylaşımı ve politika koordinasyonu sağlamaktadır (Bayoumi vd, 2014: 33). Böylece bazı ülkeler Merkez Bankalarına ihtiyati düzenleme, denetim ve risk uyarılarında daha fazla yetki verirken, bazıları ise sistematik riskin teşhis ve tespiti için koordinasyon ve yönetimi sağlayacak konseyler kurmuşlardır (Kaya ve Tokucu, 2014: 3).

Avustralya'da Avustralya merkez bankası nihai ödünç verici rolünü oynayan ve para politikasını oluşturan bir kurum olarak, Avustralya ihtiyati düzenleme

yetkilisi ise ihtiyati düzenlemeleri yönetici ve mevduat sigorta garantilerini yöneten bir kurum olarak ayrı ayrı yapılanmış durumdadır. Finansal düzenleme konseyi ise Avustralya merkez bankası, ihtiyati düzenleme yetkililiği, Avustralya menkul ve yatırım komisyonu ile Hazine'den oluşmaktadır. Forumlarda tüm sektörlerle ilişkin riskler tartışılmakta aynı zamanda her kurum sistematik riski azaltmada sorumlu tutulmaktadır. Hazine ise finansal istikrar ve finansal sistemin sahip olması gereken altyapı için gerekli yasal çerçeveye ilişkin görüşte bulunmaktadır. Potansiyel risklerin de değerlendirildiği konseye merkez bankası başkanı başkanlık etmektedir (Bayoumi vd, 2014: 33).

Yeni Zelanda'da ise Yeni Zelanda merkez bankası 2013 yılında finansal yönetimin başına geçmiş bulunmakta ve makro ihtiyati araçları kullanabilmektedir. Brezilya'da Ulusal Para Konseyi ve Brezilya Merkez Bankası finansal istikrarı sağlamada görevlidir. Finansal istikrar politikaları ve ihtiyati ölçümlerle ilişkili en yüksek konsey olan Ulusal Para Konseyine merkez bankası ve plan, bütçe, yönetim başkanından oluşan finans yönetimi başkanlık eder. Brezilya merkez bankası bankacılık sektöründeki sistematik riskleri analiz eder, tanımlar ve uygulanacak makro ihtiyati politika araçlarına karar verir. Ama risk artışının kaynağı olan bankacılık kesimi dışındaki finans kurumlarını kapsamaz. Şili, Meksika, Uruguay gibi Latin Amerika ülkelerinin üçünde de finans yönetiminin başkanlık ettiği komiteler vardır. Amerika'daki Finansal İstikrar Gözleme Konseyi keza benzer bir fonksiyona sahiptir. Diğer grupta yer alan İngiltere ve Avrupa'da ayrı karar alma yapıları mevcuttur. Merkez bankasının bağımsız yapısı fiyat istikrarı hedefi ile finansal istikrar amacına göre daha ilişkili görülmüştür. Örneğin Singapur'da Singapur Parasal Yetkililiği hem para hem de makro ihtiyati politikalardan sorumludur ve koordinasyon bu düzeyde sağlanır (Bayoumi vd, 2014: 26).

Ülkemizde ise Hazine Müsteşarlığı, BDDK, SPK, TMSF ve TCMB finansal istikrarı sağlamada sorumlu kurumlar olup bu kurumlar arası bilgi paylaşımı ve eşgüdüm ile finansal istikrarın ve sistematik riskin izlenmesinin sağlanması amaçlanmaktadır. Kurumların sistemdeki başlıca sorumlulukları Tablo 1.'de verilmektedir.

Finansal istikrar komitesi ve finansal istikrar komisyonu ülkemizde finansal istikrarı sağlamada riskler ve oluşturulacak politikaların koordinasyonunda yer alan oluşumlardır.

Tablo 2: Finansal İstikrarı Sağlayan Kurumlar ve Sorumlulukları

İlgili Kurum	Sorumluluk
Merkez Bankası	Fiyat istikrarı ve finansal istikrar çerçevesinde para, kur politikası ve ödeme sistemleri
Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK)	Bankalar ve finansal holding şirketleri ile finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi
Hazine Müsteşarlığı	Kamu finansmanı ve mali politikalar ile sigortacılık şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi
Sermaye Piyasası Kurumu (SPK)	Sermaye piyasası ve aracı kurumların düzenlenmesi ve denetlenmesi
Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)	Tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması ile bankaların çözümlenmesi

Kaynak: TCMB (2014)

4. Yeni Para Politikası Çıkış Stratejisi

Yeni para politikasının oluşturulması için yapılan tartışmalar üç ana tema üzerinde şekillenmektedir. Bunlardan ilki yeni para politikasının amacının ne olacağı, ikincisi ise kriz süresince uygulanan geleneksel olmayan para politikasının normal zamanlarda da uygulamaya devam edilip edilmeyeceğidir. Son tartışma ise finansal istikrarı sağlayacak mekanizmanın para politikası ile makro ihtiyati önlemler arasında sağlayacağı uyum ve koordinasyon üzerine olmaktadır. Sonuncu tartışma bir önceki bölümde değinildiği için tekrar yer verilmeyecek diğer iki tartışma ise sırasıyla açıklanacaktır.

Kriz öncesinde finansal istikrarı sağlamak düzenleyici ve denetleyici kurumların görevi olmakta ve para politikası sadece varlık fiyatları enflasyonu etkilediğinde reaksiyon vermelidir. Yani Greenspan'ın savunduğu gibi para politikası balon patladıktan sonra müdahale edecektir. Krizle birlikte para politikasının finansal istikrarı gözeterek davranmasının ancak çoklu araçlara sahip olması ile mümkün olabileceği anlaşılmıştır. Makro ihtiyati politikalar para politikasına her iki amaçta da yardımcı olmakla birlikte henüz çok yeni bir uygulamadır ve test edilmemiştir. Finansal istikrar için gerekli politika uygulamalarında üç şeye dikkat edilmelidir. İlk olarak bu iş çok boyutluluk arz etmekte yani kaldıraç, kredi büyümesi ve varlık fiyatlarını da kapsamaktadır. Balonun tanım zorluğu yüzünden büyüme ve

finansal istikrar amaçları arası doğru denge sağlanmalıdır. Son olarak politikaların finansal piyasalardaki davranışlar üzerindeki etkisinin tahmin zorluğu vardır. Kısaca para politikasının kriz öncesine göre daha fazla sanatsal daha az bilimsel olması gerekiyordu. Esnek enflasyon hedeflemesine geçilmesi enflasyon ve işsizlik arasındaki trade off ilişkisini de kaldırmış, eğrinin düzleştiği görülmüştür. Katı enflasyon hedeflemesinden esnek enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile philps eğrisinin yatıklaşması belirginleşmiş oldu. Philips eğrisinin yatıklaşması uzun vade de işsizliğin artmasına kısa vadede ise enflasyon üzerindeki azalış baskısının küçük kalmasına, küreselleşme ile enflasyonun, yurt içi çevrimsel hareketlerin ve talebin bağının kopmasına, dış ekonomik koşulların üreticilerin fiyat belirlemelerindeki etkinliğinin artması yani maliyet ve enflasyon arası ilişkinin güçlenmesine, enflasyonun dış koşullara daha duyarlı hale gelmesine, düşük düzey enflasyonun gelişmiş ülkelerin aşağı doğru katılıklarının esnek hale gelmesine yol açtığı ve özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının enflasyon beklentilerinde sağladığı kredibilite ile enflasyon deflasyon sarmalının (spiralinin) zayıflamasında etkili olduğu söylenebilir. Böyle bir ortamda belirsizlik azalma gösterene değin çıktı istikrarına daha fazla önem vermek savunulabilir. Yalnız bu geçici olağanüstü durumlar kalktığında para politikası temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamaya diğer amaçlarıyla olası bir ödünleşmeye girmeden devam etmelidir.

Krizler merkez bankalarının rollerini ve çalışma sahalarını genişletmiştir. Mevduat kabul etmeyen kurumlara sağlanan likidite, varlık ve kredi piyasalarına yapılan doğrudan ve dolaylı müdahaleler acaba kriz olmadığında da bu uygulamalara devam etme ne derece doğru olur sorusunu akla getirmektedir. Kriz ile kurumlara sağlanan likiditenin yeniden risk alımını teşvik etmemesi için düzenleyici tedbirlere ihtiyaç duyulmaktadır. Merkez bankaları bu amaçla makro ihtiyati düzenlemelere yeni politika setinde yer vermelidir.

Faiz politikasının sınırlarına ulaşması ve beklenen canlılığı gerçekleştiremez hale gelmesi yüzünden başvurulmuş geleneksel olmayan araçlar kriz süresince gerçekleştirilecek olası refah kayıplarını engellemede başarılı olsa da bu olağanüstü durumlar için getirilen uygulamaların kriz sonrası 'Yeni Normal' olarak adlandırılan politika oluşum sürecinde kendine yer bulabileceği cevaplanması gereken diğer önemli sorunsalı oluşturmaktadır. Kriz döneminde uygulanan para politikasına genel olarak baktığımızda sistematik bir likidite genişlemesi şeklindedir. Merkez bankaları likidite desteği sağlayacağı araçlarda artışa gitmiştir. Ayrıca satın aldığı uzun vadeli devlet kağıtları ve özel sektör menkulleri sonrası sterilizasyona başvurmayarak banka rezervlerini arttırmayı amaçlamıştır. Yaratılan bu atıl rezervleri kullanmakta bankaların isteksiz davranması durgunluğun atlatılmasını zorlaştırmıştır. Merkez bankası bilançolarının ülke GSYH'larına oranının giderek artması ve risk profilinin bozulması bilanço yönetimi sorunlarına yol açmıştır. Merkez bankalarının geleneksel olmayan uygulamalardan ayrılımlarını; banka merkezli finansal

yapıdan uzaklaşmaya, atıl rezervlerin absorbe edilmesine ve merkez bankalarının bilançolarındaki varlık profilinin yarattığı sorunlara bağlayabiliriz. Merkez bankaları bir yandan menkul kıymet ihraç edip diğer yandan ters repo işlemleri düzenleyerek likidite imkanlarının vadesini kısaltıp, likidite operasyonlarının sıklığını azaltarak yarattığı atıl rezervlerin temel amacı olan fiyat istikrarını tehdit etmesini engellemelidir. Ayrıca bankacılık kesimi dışındaki kurumlara sağladığı kolaylıklara da sınırlamalar getirerek finansal yapıda gerçekleşecek olası bozulmanın önüne geçebilmektedir (Dağlaroğlu, 2013).

Merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan araçlar arasında bulunan miktar ve kredi genişlemesi orta ve uzun vadede çeşitli boyutlarda ters etkilere neden olmaktadır. Sağlanan aşırı likidite aşırı risk almaya ve kaynakların yanlış dağılımına neden olurken, para piyasası merkezden uzaklaşmakta ve piyasaya yeni katılanlar risk almaya teşvik edilmektedir. Ayrıca yine aynı durumun yaşanması halinde parasal otoritelerin müdahale edeceğine inanılması risk alımına zemin hazırlamaktadır. Geleneksel olmayan araçlar arasında faiz taahhüdü hariç diğer politika araçlarının normal zamanlarda kullanılmasının maliyeti sağlayacağı faydayı geçebilmektedir. Yalnız gelişmekte olan ülkeler için durum farklı görülmekte ve sermaye hareketlerinin yıkıcı etkilerine karşı kullanılan faiz koridoru ile zorunlu karşılık uygulaması bu ülkelerin yeni para politikaları içinde yer almaktadır (Perera, 2010: 52).

Para politikasının normale dönmesi sürecinde uygulanacak olan çıkış stratejisinin süresi ve zamanlaması önem arz etmektedir. Fiyat istikrarı hedefi için başta miktar genişlemesi olmak üzere geleneksel olmayan para politikası araçlarının bırakılması gerekmekte, ama finansal piyasalarda hüküm süren belirsizlik bunun kolay olmayacağına işaret etmektedir. Hem gelişmiş (Avustralya) hem de gelişmekte olan (Hindistan) bazı ülkeler daraltıcı para politikasına başlamıştır. Kriz süresince geleneksel olmayan yöntemleri kullanan bu ülkelerin bilanço yapılarının ciddi ölçüde bozulmuş olması daraltıcı para politikasını merkez bankasının varlıklarının vade yapısına bağlı kılmaktadır. Eğer piyasa koşulları umulandan daha hızlı iyileşirse merkez bankası portföyünün ortalama vadesi artacaktır. Böylelikle uygulanacak daraltıcı para politikasının yaratacağı faiz riski piyasa tarafından kabul edilebilir. Daraltıcı para politikası faiz riskinin yanı sıra döviz kurunun değerlendirilmesine ve başka ekonomik risklere de neden olabilmektedir. Politika yapıcıları tüm bu riskleri ve ülke koşullarını göz önünde bulundurarak yeni politikanın oluşum sürecine ve çıkış stratejisinin zamanlamasına karar vermelidir.

5. Sonuç ve Değerlendirme

2008 küresel finansal krizi çıkana kadar para politikası otoriteleri arasında bir konsensus mevcuttu. Özellikle gelişmiş ülkelerde tek araç olarak politika faizini kullanan enflasyon hedeflemesi stratejisi büyük ölçüde fiyat istikrarını sağlamada başarılı olmuştur. Ekonominin dengesini bozacak fiyat hareketleri yaşanmamakta

ve teorik temellere göre de bu istikrar makroekonominin tümüne yayılacaktı. Fakat dünyadaki gelişmeler ve finansal küreselleşme göz ardı edilmiştir. Politika yapıcıları hem artan finansal yenilikleri ve finansal piyasalardaki gelişmeleri iyi okuyamamış hem de teorik altyapı kendini değişmelere karşı uyarlayamamıştır. Politik rehberde ve karar birimlerindeki bu boşluk ekonomik birimlerin sorumsuz davranışlarıyla birleşince kriz patlak vermiş ve ülkeler arası oluşan finansal entegrasyon krizin kısa bir süre içerisinde tüm dünyaya yayılmasına neden olmuştur. Krizin hazırlayıcısı özelliği taşıyan genişletici para politikası kriz ile yine tek çare olarak görülmüş ama kısa sürede sıfır düzeyini test eden faiz oranları ve beklenen canlılığın yaratılamaması bu politikanın sınırlarına ulaştığının anlaşılmasını sağlamıştır. Ayrıca enflasyon ve işsizlik arası ilişkinin kopmuş olduğu görülmektedir. Aktarım mekanizmasının ciddi hasara uğradığı ve çalışmadığı anlaşılmıştır. Parayı kontrol etmek yerine likidite kontrolü ile artık ekonomiye yön verilebilmektedir. Teorik altyapının sorgulanması da böylece bir ihtiyaç olarak karşımıza çıkmıştır.

Birçok ülke kriz sonrası karşılaşılan bu olağanüstü koşullarda faiz koridorunu aktif hale getirerek, zorunlu karşılıklarda vade farklılaştırmasına giderek bazı para politikası araçlarını alışılmış uygulamaların dışında kullanmış ve yeni bazı araçlar geliştirmişlerdir. Fiyat istikrarı hedefinin yanına finansal istikrarı da koyan ve politika faizinin yanına başka araçları da ekleyen kısaca amaç ve araç çeşitliliğine giden geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına az ya da çok birçok ülkede kriz ile birlikte geçildiği görülmüştür. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler araç tercihlerinde krizden etkilenmelerine göre farklılık göstermiştir. Geleneksel olmayan para politikasının geleneksel para politikasına ikamesinin söz konusu olması bu araçların varlık fiyatları ve reel ekonomi üzerindeki etkinliğine bağlıdır. Geleneksel olmayan araçlar uzun vadeli faizleri düşürmüş ve bunda başarılı olmuştur. Yalnız kriz ile oluşan belirsizlik yüzünden iktisadi birimlerin sağlanan kaynakları kullanmadaki isteksizliği bu politikaların toplam talep üzerindeki etkisini sınırlamıştır.

TCMB’de krizden yaklaşık 1,5 yıl sonra yeni bir politika ilan etmiş ve diğer gelişmekte olan ülkeler gibi faiz koridoru ve zorunlu karşılıkları politika setine dahil etmiştir. Geliştirilen ROM mekanizması birçok ülkeye örnek teşkil etmiştir. TCMB’nin tasarladığı geleneksel para politikasının başarılı olduğu görülse de fiyat istikrarı hedefinden taviz verildiği söylenebilir.

Artık ülkeler yavaş yavaş normale dönen günümüz koşullarında ekonomide yeniden aynı hatalara düşmemek ve sağlam finansal yapılar oluşturmak için olağanüstü dönem uygulamalarına son verip ‘Yeni Normal’ olarak adlandırılan para politikasının günümüz modelini hazırlamaktadır. Oluşturulacak yeni para politikası anlayışı fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerine eşit uzaklıkta, amaçlarda taviz verilmesine yol açmayan doğru araç setine sahip ve uygulamada makro ihtiyati politikalarla uyumlu olmalıdır. Daha önce finansal istikrarın

sağlanması için kullanılan mikro ihtiyati araçlara makro bakış açısı getirilip yeni düzenlemeler oluşturulmuş, kullanılacak makro ihtiyati ve para politikası araçları arası rol dağılımı da önem kazanmıştır. Kuşkusuz para ile makro ve mikro ihtiyati politikalar arası en iyi düzenleme ülke koşulları göz önüne alınarak yapılmalıdır. Politika otoriteleri ise bilgi paylaşımına, kredibilitenin korunmasına ve bağımsızlığın sağlanmasına dikkat etmelidir. Merkez bankalarının araç bağımsızlığına sahip olmaları önemini korumaktadır. Politika dizaynı gerek merkez bankası elinde toplansın gerekse bir kurul veya komiteden oluşsun şüphesiz başarı uyum ve koordinasyon ile yakın ilişkili olacaktır. Yeni para politikası oluşturulması ve kurumsal dizayn üzerine tartışmaların hala sürmesi para politikasının yeni anlayışının nihai halini almasının zaman alacağını göstermektedir.

Kaynakça

- Agur I. ve Sharma S. (2013) Rules, Discretion and Macro-Prudential Policy, *IMF Çalışma Metni*, WP/13/65.
- Akyol S. ve Varlık S. (2010) Bir küresel kamu malı olarak Finansal İstikrar: Eleştirel değerlendirmeler *Ekonomik Yaklaşım Dergisi* 21 (75), 141-162.
- Bank of England (2011) Instrument of Macroprudential Policy, *Tartışma Metni*, Aralık 2011.
- Bayoumi T., Dell'Aricecia G., Habermier K. ve IMF Staff Team (2014) Monetary Policy the New Normal *IMF Tartışma Metni* SDN/14/03.
- Buiter W.H. (2012) The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed ?, Centre for Economics Policy Research, *CEPR Tartışma Metni*, No:8780, Londra, 2012.
- Claessens S. (2014) An Overview of Macroprudential Policy Tools *IMF Çalışma Metni* WP/14/214.
- Coşkun N. ve Sevgi H. N.(2012) *Para Politikası, Makro-İhtiyati Politikalar ve Kredi Genişlemesi İlişkisi* UEK-TEK 2012, İzmir.
- Crowe C., Dell'Aricecia G., Igan D. ve Rabanal P. (2011) How to deal with real estate booms: Lessons from Country Experiences *IMF Çalışma Metni* WP/11/91.
- Dağlaroğlu T. (2013) *Gelişmiş ülkelerde mali baskınlık problemi ve finansal istikrarsızlık altında geleneksel olmayan para politikası yeni para politikası aracı olabilir mi?* Ankara 12 Mart 2013

Web:www.ead.org.tr/geçmiş_sem2013.html adresinden 20 Şubat 2015 tarihinde alınmıştır.

- Dell'Araccia G., Igan D., Laeven L., Tong H., Bakker B. ve Vandebussche J. (2012) Policies for macrofinancial stability: How to deal with credit booms *IMF Tartışma Metni* SDN/12/06.
- Erol E. D. ve Erol İ. (2015) Küresel Finans Krizi ve Sonrasında Dünya Merkez Bankalarının Para Politikası Stratejileri, *LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Haziran, 2015.
- Ersel H. (2012) Finansal istikrarın sağlanması için nasıl bir mekanizma tasarlanabilir? *İktisat İşletme ve Finans Dergisi* 27(315) 2012.
- Fujita K., Habermeier K., Nier E., Roger S., Sacasa N., Stone M., Vlcek J. ve Townsend S. (2010) *Central Banking Lessons from the Crisis*, IMF, 27 Mayıs 2010, 13-17.
- Galati G. ve Mossner R. (2011) Macroprudential Policy-A Literature Review, *BIS Working Paper*, No: 337, 1-38.
- Göker Z. (2009) Küresel Kamusal Bir Mal: Finansal İstikrar, *Akdeniz İİBF Dergisi* (17) 2009, 7-22.
- Hannoun, H. (2010), *Towards a global financial stability framework*, Speech at the 45th SEACEN Governors' Conference, Siem Reap province, Kamboçya, 26-27 Şubat 2010.
- Kaya Z. ve Tokucu E. (2014) *Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü*, Avrasya Ekonomileri Üzerine Uluslararası Konferans, Session, 2014.
- Osinski J., Seal K. ve Hoogduin L. (2013) Macroprudential and microprudential policies: Toward Cohabitation *IMF Tartışma Metni* SDN/13/05.
- Özatay F. (2012) Para Politikasında Yeni Arayışlar *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 27(315), 2012.
- Perera A. (2010) *Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies* Central Bank of Sri Lanka Uluslararası Araştırma Konferansı 2010, 1-68.
- Svensson, L. (2011), *Monetary Policy after the Crisis*, Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco. Retrieved 23 Kasım 2011, <http://people.su.se/~leosven/> adresinden 10.4.2015 tarihinde alınmıştır.

Tokucu E. (2012) Financial Stability and Central Banks: Can Central Banks Secure Financial Stability? *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 33(2), 85-103.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014) *Finansal İstikrar Raporu*, Sayı 19. Ankara.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014) *Bülten* Sayı:35 Eylül, 2014.

Woodford M. (2009) Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis *American Economic Journal: Macroeconomics* 2009, 1:1, 267-279.

New Monetary Policy Concept and Financial Stability

Extended Abstract

1.Introduction

The Monetary Policy that was designed with only one objective and one tool has been replaced with extraordinary implementation after 2008 financial crisis. Financial instability played an important role in this policy change. It was believed that price stability provided financial stability. The crisis showed that price stability is not a sufficient condition for macro stability. Price stability is necessary, but not enough for financial stability. Financial stability represents the entire financial system, not a financial institution. Financial instability also creates negative impact on the real sector, and it is inevitable according to Minsky's Financial Instability Hypothesis. Due to the globalization, this negative effect is spread to other countries.

In order to provide financial stability is required macro-financial regulation and supervision. Financial imbalances weighed significantly on monetary policy decision during the crisis. For this period, as Central Banks set financial stability in their goals, this new target requires a new tool named macro-prudential policy. Macro-prudential policy tools such as capital and liquidity requirements, credit growth restrictions and loan eligibility criteria (loan-to-value (LTV), debt-to-income (DTI)) reduce financial fragility. Instead of micro-regulations, the macro-prudential policy is applied to the financial system as a whole.

The connection between monetary policy and macro-prudential policy is one of the central issues. Decision-making structures may be either two separate authorities or under the same roof. There are different country's practices. Information sharing and policy coordination determine the success of the policy.

Passing away effects of the crisis, countries began to work some practices about monetary policy that is in extraordinary conditions for normalizing. This raises the question of whether extraordinary practices should also be used in tranquil times. There is an intense discussion about what shape monetary policy should take once economic and financial conditions have settled down into the post-crisis "new normal". This study aimed to inform processing with normalizing monetary policy and refers to the current debate. For this purpose, it has tried to explain the concept of financial stability. And then it has given information about changing the role of monetary policy and macro-prudential policy. Last, the study has ended with debates regarding the final version monetary policy.

2.Method

Financial stability, defined as global public property by UNDP and World Bank, is discussed firstly in this paper. Then, this paper informs about macro-prudential policy and how to deal with the problem of financial instability. It explains how to use two policies to reach two targets. It expresses harmony and coordination between policy makers. How to be formed new monetary policy is the main theme of the study. With this aim, a literature review about the subject has been carried out.

3.Result and Discussion

This paper concluded that instruments which are used for financial stability are unique and inefficient. It requires that monetary policy is in coordination with macro-prudential policy. Giving

up price stability is no necessary for financial stability. Inflation targeting regime can be modeled to include financial stability. Some economists, such as Woodford has been working in this direction (Woodford, 2009).

It showed that macro-prudential policy was practiced by some countries before the financial crises. Some countries such as Bulgaria, Croatia, Estonia and Ukraine practiced capital and liquidity requirements. In addition, loan eligibility criteria applications were also observed in Spain and Poland. Credit growth limits practiced in Korea and Hong Kong were effective in reducing consumption. Required reserves in Peru and LTV in Brazil are the other practices. After the crises, required reserve practice, interest rate corridor and reserve option mechanism (ROM) may be defined as macro-prudential practices in Turkey. This may include the credit limit applied by the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) and the Banking Regulation and Supervision Agency (BRSA).

Another conclusion of the study is who will be in charge of monetary and macro-prudential policy decision makers. General situation in the country is faced with two applications. The first is that the central bank collected all the powers. This practice used in the United States is also seen in New Zealand. The second one is that they take a joint decision by the central bank regulatory and supervisory agencies in the form of a coordinating unit. Practices in the EU countries are close to the solution. There is a finance committee in Latin America countries such as Chile, Mexico, and Uruguay. In Turkey, the financial stability committee consisting of Treasury, BRSA, Capital Markets Board (CMB), Saving Deposits Insurance Fund (SDIF) and CBRT is responsible for ensuring financial stability.

4. Conclusion

We believe that the financial crisis has expanded the role of the central bank crisis and its framework. Central banks should limit the market liquidity facilities, on the one hand, financial facilities provided to institutions outside the banking sector should be restricted on the other hand. It should supervise both price and financial stability. Instead of controlling money, liquidity control is important. So an examination of the theoretical background emerges as a need.

After the crisis, many countries begin to prepare a new model of monetary policy dubbed as 'New Normal' to regulate their economic and financial structures. Policy authority should choose the right toolkits providing both price and financial stability. It is no doubt that the toolkit consists of monetary and macro-prudential policies. Our study proposes that it should pay attention to policy coordination and timing of the exit strategy of new monetary policy.