
KÜRESEL FİNANS KRİZİ EKSENİNDE PARA POLİTİKASI TARTIŞMALARI

MONETARY POLICY ISSUES DURING GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Arş. Gör. Dr. Özgür BALMUMCU, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü balmumcu79@msn.com

ÖZET

Dünya ekonomisinde son yirmi yılda yaşanan hızlı finansallaşma, giderek sıklaşan ve yaygınlaşan ekonomik krizleri beraberinde getirmiştir. Küresel ekonominin yaşadığı temel sorun, krizlerden ziyade bu krizlerin yol açtığı reel ekonomik daralmadır. Krizlerin uzun sürmesi, çok sayıda ülkeyi etkilemesi ve uygulanan para politikalarının kriz sürecinde beklenen etkileri yaratmaması, merkez bankalarına ve para politikalarına yönelik eleştirilerin çoğalmasına neden olmuştur. Enflasyon, üretim ve finans üçgeninde para politikalarının yürütülmesi giderek güçleşmektedir. Politik, iktisadi ve küresel dalgalanmalar para politikasının arzulanan etkinlik düzeyine ulaşmasına engel olmaktadır. Merkez bankaları daha esnek ve etkin politika araçları ile reel ve finansal değişkenleri de hesaba katmalıdır. Politika uygulayıcıların dış şokları ülkeye taşıyan aktarım mekanizmalarına yönelik tedbirler almaktan kaçınmaları, bu tür krizlerin orta vadede tekrarlanabileceğini ve para politikalarının çözümsüz kalacağını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Küresel Kriz, Para Politikası, Yeni Uzlaş, Esnek Enflasyon Hedeflemesi, Makro İhtiyat Politikası

ABSTRACT

The rapid financialization of the world economy for the last twenty years led to frequent and widespread economic crisis, and protracted recessions. The main problem experienced by the global economy and the specific countries is not the crisis itself but the prolonged economic recession which is caused by the economic crisis. The criticism toward central banks and monetary policies surged because of the perpetuation of crisis, its impact on many countries and the ineffectiveness of the monetary policies implemented during the crisis. Therefore, it has been more and more difficult to implement proper monetary policies in the dilemmas of inflation, production and finance. Central Banks seems to be ineffective managing the fluctuations and the crisis. Central banks try to take into account real and financial variables which are more flexible and effective as policy tools. Therefore, it can be argued that

world economy might experience crisis in the future because policymakers are reluctant to take necessary measures. Based on the result of the article, we can contend that monetary policies will again be incompetent during the would-be crisis.

Keywords: Global Crisis, Monetary Policy, New Consensus, Flexible Inflation Targeting, Macroprudential Policy.

1. GİRİŞ

Dünya ekonomisinde son yirmi yılda yaşanan hızlı finansallaşma, giderek sıklaşan ve yaygınlaşan ekonomik krizleri beraberinde getirmiştir. Bu krizler çoğunlukla finansal piyasalardan kaynaklanmış, akabinde reel ekonomide küçülme ve durgunluk ortaya çıkmıştır. Yaşanan ekonomik krizlere verilen tepkiler ise ilk etapta para politikası kanalıyla gerçekleşmiştir. Ancak, krizlerin uzun sürmesi, çok sayıda ülkeyi etkilemesi ve uygulanan para politikalarının kriz sürecinde beklenen etkileri yaratmaması, merkez bankacılığına ve para politikalarına yönelik eleştirilerin çoğalmasına neden olmuştur.

Dolayısıyla yaşanan krizler ile birlikte merkez bankaları tarafından uygulanan para politikaları teorik dönüşümler geçirmiştir. Para politikası ve merkez bankacılığı alanında çok hızlı dönüşümlerin yaşanması, finansal piyasaların çok hızlı gelişmesinden ve ulusal boyuttaki pek çok iktisadi faaliyetin uluslararası nitelik kazanmasından kaynaklanmaktadır. Enflasyon, üretim ve finans üçgeninde para politikalarının yürütülmesi giderek güçleşmektedir.

Bir dönem, para politikası çerçevesini oluştururken sadece fiyat istikrarını dikkate alan merkez bankaları, finansal piyasaları gözeterek re-aktif para politikaları uygulamışlardır. 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ise merkez bankalarının bu görüşü terk etmesine yol açmış, politika aracı olarak kullandıkları gösterge faiz oranlarına ek olarak bir takım politika araçları geliştirmelerini zorunlu kılmıştır. Bu dönemde merkez bankaları sadece fiyat istikrarını değil aynı zamanda finansal piyasaların ve reel ekonominin de istikrarını sağlayacak şekilde puro-aktif politikalar benimsemişlerdir. Küresel kriz sonrası yeni dönemde merkez bankaları, politika aracı olarak faiz oranlarının tek başına yeterli olmadığını gördükleri için, daha esnek para politikalarını uygulamaya koymuşlardır.

Ayrıca, kriz sırasında ve sonrasında merkez bankalarının piyasalara bol miktarda likidite sürerek krizi önleme çabaları, ana akım merkez bankacılığı literatüründeki birçok tartışmanın ne kadar konjonktür yanlı olduğunu ve uygulanan para politikası modelinin taşıdığı eksiklikleri göstermiştir. Literatürde yer alan ve dışına çıkılması durumunda krizlerle karşılaşılacağına inanılan kurallar, kriz ortamında tamamen geçersiz kılınmıştır. Merkez bankalarının krizi önlemede herhangi bir güce sahip olmadıkları da anlaşılmıştır. Dolayısıyla merkez bankalarının temel işlevi, herhangi bir kurala bağlı olmaksızın, krizin ya da yayılmasının önüne geçilmesine dönüşmüştür. Çünkü bu koşullar altında tek başına fiyat istikrarı, reel ekonomiyi ve finansal istikrarı güvence altına alamamış, makroekonomik istikrarı koruyamamıştır.

2008 küresel finans krizi, faiz oranlarının etkin bir şekilde kullanıldığı bir dönemde gerçekleşmiş, kriz süresince faiz aracı kendisinden beklenen etkiyi göstermemiştir. Yeni Keynesyen temelli para politikalarının kriz döneminde başarılı olamaması ve krizden çıkış için alternatif para politikası araçlarıyla birlikte maliye politikalarına başvurulması, ana akım merkez bankacılığının gözden geçirilmesini gerektirmiştir. Eleştirilerin bir kısmı ana akım para politikasının sunduğu modelin teorik yönüyle ilgilenmiş, diğer kısmı ise teorinin öngördüğü politika araçları ile finansal ve reel piyasalar arasındaki uyumsuzluklara dikkat çekmiştir.

Artık, merkez bankacılığı alanındaki birçok tartışmanın merkezinde, 2000'li yıllarda sıklaşan finansal krizler ile birlikte ortaya çıkan durgunluk ve para politikasının bu süreçteki etkinliği yer almaktadır. Washington Mutabakatı ile birlikte kabul gören temel varsayım, fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti edeceği, bu paralel ilişkinin de reel ekonomiye istikrar kazandıracağı yönündedir. Bu varsayımdan hareketle çalışmanın amacı, söz konusu tartışmaları para politikasının etkinliği açısından incelemek ve yaşanan son uluslararası finansal kriz ile birlikte para politikasının nasıl bir değişim geçirdiğini ifade etmektir.

2.KRİZ DÖNEMLERİNDE PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİ

Küreselleşmenin ivme kazanmasıyla birlikte sermaye ve bilgi teknolojilerinde yaşanan gelişmeler, ekonomiler açısından karmaşık bir yapıyı da beraberinde getirmektedir. Bu karmaşık yapı, ülkelerin daha sık şoklara maruz kalmasına neden olmaktadır. Şok sonrası ekonominin uzun dönem dengesine ulaşma süreci, çoğu zaman ülkelerin konjonktürel dalgalanma devrelerini krizler yaşayarak atlatalmaları ile son bulmaktadır. Yaşanan bu şok-dalgalanma-kriz sarmalı, ülke ekonomilerinde durgunluk, yüksek enflasyon ya da deflasyon, döviz sorunları, işsizlik ve finansal piyasaların bozulması gibi makroekonomik dengesizliklere neden olmaktadır.

Kriz dönemlerinde merkez bankaları politika uygulamalarıyla ilgili çeşitli ikilemlerle karşılaşmaktadır. Bu ikilemlerden birincisi, kriz dönemlerinde mal piyasalarında artan enflasyon oranları enflasyon beklentilerini yükseltirken, diğer taraftan varlığa dayalı menkul kıymetlerden kaynaklanan olumsuzlukların reel sektöre doğru yayılmasıdır. Böyle bir ortamda merkez bankaları hem fiyat istikrarı hedefi itibarıyla anti-enflasyonist politikalar izlemeli hem de reel sektörü korumak adına finansal piyasalarda güveni yeniden oluşturmalıdır (BIS, 2009). Ancak, enflasyonu düşürmek amacıyla faiz oranlarını artırmak gerekirken finansal piyasalarda kredi akışının hızlandırılması için de faiz oranlarının düşürülmesi gerekmektedir. Bu ikilem, merkez bankalarının krize müdahalelerinin gecikmesine yol açmaktadır. Diğer bir ikilem ise, kriz dönemlerinde enflasyon ve büyüme oranlarının ters yönlü hareketidir. Enflasyon oranlarında artış varken büyüme oranları düşüyorsa, böyle bir durumda faiz oranlarının hangi yönde hareket ettirilmesi gerektiği net değildir. Bu konudaki kararsızlık krizin derinleşmesine yol açan unsurlardan birisidir (Tokucu, 2010; 40).

Ekonomide olumsuz şok ve dolayısıyla konjonktür el dalgalanma gerçekleştiğinde, durgunluğu göze almadan fiyat artışlarına engel olunamamaktadır. Dolayısıyla, uzun dönemde büyüme ile fiyat istikrarı arasında bir tercih yapılmalıdır. Her durumda fiyat istikrarı tezine göre, uzun dönemde büyüme ve tam

istihdam ile fiyat istikrarı arasında uyum olduğu için fiyat istikrarı önem kazanmaktadır. Ayrıca, kabul edilebilecek hafif bir enflasyon bile gelecekte hızlı fiyat artışlarına dönüşebileceğinden, bu durum üretim artışından taviz vermeyi gerektirebilecektir. Her durumda büyüme tezine göre ise esas amaç büyüme olduğundan, onun önüne çıkan her engel ortadan kaldırılmalıdır. Hızlı büyüme toplam arzı artıracığından, zamanla fiyatları da düşürecektir. Böylece ekonomi durgunluktan kurtulup büyüme hızlanırken gelecekte fiyat istikrarı da sağlanmış olacaktır. Mutlak fiyat istikrarı ekonominin işleyişini yavaşlatarak ekonomik büyümeyi durdurma tehlikesi doğururken, hızlı bir büyümenin bedeli de enflasyonla ödenmektedir (Koyuncu, 2009; 34).

2.1.Yeni Keynesyen Yaklaşımın Dönüşümü: Yeni Uzlaş

Yeni Keynesyen teorisyenler, ekonomik dalgalanmaları meydana getiren şokların arz ve talep yanlı olduğunu kabul etmektedirler. Ancak bu iktisatçılar için önemli olan şokların etkilerini artıran sorunlar değil, ekonominin bu şoklara nasıl karşılık vereceğidir. Piyasa ekonomilerinde ayarlanma süreci çok yavaş işlediği için, özellikle kalıcı etkilere yol açan büyük şoklar sırasında, Yeni Keynesyen analiz, kısıtlanmış takdir yetkisinin bazı biçimleriyle politik müdahaleyi desteklemektedir.

Clarida ve diğerleri (2000-150-151) modellerinde, kısa dönemde nominal fiyat katılıkları nedeniyle para politikasının reel değişkenler üzerinde etkilere sahip olduğunu göstermişlerdir. Bunun için üretim ve enflasyon arasında kısa dönemli pozitif bir ilişki kurulurken, ex ante faiz oranlarının üretim ile olan negatif ilişkisi ortaya konulmuştur. Bu çerçevede yürütülen para politikasının 1980 sonrasında daha pro-aktif olduğu vurgulanmıştır. Diğer taraftan, Yeni Keynesyen teorisyenlerin yaptıkları analizleri mikro ekonomik temellere dayandırmaları, karşıtları olan Yeni Klasik İktisat ile yakınlaşmalarına neden olmuştur. Konjonktürel dalgalanmaların açıklanmasını ve optimal politikaların oluşturulmasını amaçlayan bu uzlaşma, Yeni Neo-Klasik Sentez olarak adlandırılmıştır. (Goodfriend, 2002; 166). Bu senteze yönelik eleştirileri ve alternatif politika önerileri olan Post-Keynesyen İktisat ise yaklaşımı "Yeni Uzlaş" olarak ifade etmiştir.

Goodfriend ve King'e (1997; 233) göre bu analiz; zamanlararası optimizasyonu dikkate alan makroekonomik modellere gerek duyulması ve bu makroekonomik modellere maliyetli fiyat ayarlamasının dâhil edilmesi, Rasyonel Beklentiler Hipotezi'nin yaygın kullanımı ve eksik rekabetin önemi gibi temel unsurlardan oluşmaktadır. Modelde, para arzına herhangi bir rol verilmemektedir. Çünkü Yeni Uzlaş bu noktada Post-Keynesyen İktisat ile kısmen yakınlaşarak parayı içsel kabul etmektedir. Ancak, Post-Keynesyen yaklaşımda var olan toplam talebin uzun dönemde de politika aracı olarak kullanılabileceği görüşüne itiraz etmektedir.

Yeni Uzlaş çerçevesinde optimal politika, fiyat istikrarını hedef enflasyon oranı, üretim istikrarını ise potansiyel üretim düzeyi etrafında istikrarlı kılmaktır. Bulunan yeni hedef, Wray'e (2004; 10) göre, ekonomiyi potansiyel üretim düzeyinde tutabilecek olan denge reel faiz oranıdır. Çünkü para arzı, para

talebi tarafından belirlenmektedir ve para ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki nedensellik ilişkisi tersine dönmüştür. McCallum'a (2001; 145) göre, bu şekilde para politikası uygulamalarında paranın önemsizleşmesi, "parasız para politikası" olarak tanımlanmaktadır. Bu sentezde parasal değişkenlere yer verilmemesi ve para politikasının uygulama sürecinde paranın önemsizleşmesi, Woodford'a (2003) göre, Wicksell'in parasal analizine uygun bir çerçeve sunmaktadır. Yeni Uzlaşma çerçevesinde şekillenen para politikasının en önemli özelliği, Klasik/Monetarist çizginin benimsediği Miktar Teorisi'ni reddetmesi ve Wicksell'in fiyatlar genel düzeyi ile parasal ve doğal faiz oranı arasında kurduğu ilişkileri benimsemesidir (Özdemir, 2009; 8).

Yeni Uzlaşma çerçevesinde para politikasının aktarım kanalı, faiz oranlarından harcamalara doğrudur. Merkez bankası faiz oranlarını değiştirerek hem faize duyarlı harcamaları doğrudan hem de portföy etkisiyle toplam talebi dolaylı etkilemektedir. Ancak bu sürecin gerçekleşebilmesi için kamu maliyesi disipline edilmelidir. Çünkü gevşek bir kamu maliyesi toplam talebi uyurarak enflasyonist baskılara neden olmaktadır (Oktar ve diğerleri, 2012; 54).

Yeni senteze göre, para politikası uygulamalarında görülen gecikmeler politika etkinliğini azalttığı için, para politikaları geleceğe dönük ve önleyici tarzda uygulanmalıdır. Enflasyonist ya da deflasyonist belirtiler ortaya çıktığı anda para politikası ile müdahale edilmelidir. Para politikası aracı olarak kullanılan faiz oranı, enflasyonun ve üretimin hedef değerlerinden sapmalarına tepki niteliğinde ayarlanmaktadır. Böylece para politikası ekonomik gelişmelere sistematik tepkiler vermekte ve içselleşmektedir (Goodfriend ve King, 1997; 271-273).

Bu stratejinin esnekliği, kısa dönemli makroekonomik gelişmeler karşısında dengeleyici tepkiler verebilmesinden kaynaklanmaktadır. Svensson'a (2003) göre enflasyon hedeflemesi, para politikası açısından çıktı istikrarı gibi ek amaçların olduğu bir politikadır ve enflasyon yerine, makro değişkenler daha az dalgalanmaya müsaade etmektedir. Enflasyon hedeflemesi para otoritelerine ülke içi koşullara odaklanma ve şoklara tepki verebilme imkânı sağlamakta, dolayısıyla para politikasını yönetmede bağımsızlık tanımaktadır.

Ancak kriz dönemlerinde ekonomiye durgunluk hâkim olduğunda, bu açıdan Yeni Keynesyen temelli Yeni Uzlaşma politikalarının performansı belirsizliğini korumaktadır. Enflasyon hedeflemesi üretim ve istihdamda çok düşük bir büyümeye neden olmaktadır. Yani reel ekonomi üzerindeki etkisi çok belirgin değildir ve üretim istikrarsızlığına yol açabilmektedir. Bu gelişmeler kısa dönemde büyümeyi olumsuz etkilemektedir (Onur, 2008; 133). Svensson'a (2003) göre diğer bir önemli sorun, aktarım mekanizmasından kaynaklanan gecikmeler ve belirsizliklerdir. Finansal piyasaların kullanılan parasal araçlara yeterli çabuklukta tepki verememesi durumunda, enflasyon hedeflerinden sapmalar ortaya çıkabilmektedir (Öztürk ve Biner, 2008; 25).

Sardoni ve Wray (2005; 3) için Yeni Keynesyen temelli para politikalarının etkinliğini belirleyen unsur, doğal faiz oranı ile ilgili sorunlardır. Ekonomide Wicksellyen temelli doğal faiz oranını etkileyen birçok değişken

bulunmakta, bu nedenle sayısal değeri net olarak belirlenememektedir. Bu oran, enflasyonu sadece talep yönüyle görmekte ve maliyet itişli enflasyonu açıklayamamaktadır.

2.2. Şok Sonrası Para Politikası

Şok olarak tanımlanan ekonomideki dalgalanmalar genel olarak toplam arz ve toplam talepteki değişmelere bağlıdır. İktisatçılar bu eğrilerin kaymasına neden olan dışsal olayları ekonominin karşılaştığı şoklar olarak adlandırır. Bu şoklar çıktı ve istihdam düzeylerini doğal düzeylerinin dışına iterek ekonomiyi dalgalanmaya sokar. Şoklara bir sonraki aşamada ekonominin nasıl tepki verdiği önem kazanır (Mankiv, 2009; 305).

Konjonktürün genişleme döneminde talebin yükselmesiyle üretim ve istihdam düzeyi artarken, piyasalara olan güvenden dolayı yatırımlar da artmaktadır. Genişlemenin son döneminde enflasyon yükseldiği için anti-enflasyonist politikalar uygulanmaya başlanır. Böylece ekonomik faaliyetin azaldığı dönem, yani daralma veya durgunluk dönemi başlar. Bu dönemde firmalar yaklaşan resesyonu öngördükleri için yatırımlarını azaltırlar. Ekonomideki daralma şiddetlenir ve kriz ortamı belirginleşir. Bu dönemde firmalar tarafından alınan kredilerin geri ödenmeme riski büyüdüğünden, bankalar kredi faizlerini yükselterek kredi vermek konusunda isteksiz davranırlar. Kriz dönemi, ekonomik faaliyetlerde uzun süre devam eden bir düşüş dönemidir (Koyuncu, 2009; 14-15).

Şok sonrası oluşan ekonomik durgunlukla mücadelede para politikalarının rolü hakkında iktisadi yaklaşımlar arasında yöntem farklılıkları bulunmaktadır. Post-Keynesyen İktisat hariç, uzun dönemde para politikasının etkisizliği büyük ölçüde kabul görürken, kısa dönemli etkilerin varlığı ve uzun dönem dengesine ulaşma süreci ekonomi literatüründe önemli bir tartışma konusu olmaya devam etmektedir. Tartışmanın temelinde ise, para politikasının müdahaleci ve takdire dayalı ayarlanabilir bir çerçevede mi yoksa önceden belirlenmiş bir kurala bağlı olarak pasif bir tutumla mı yürütüleceğine yönelik anlaşmazlık bulunmaktadır.

Ortodoks çerçevede fiyatlar arz ve talep edilen miktarlara çok çabuk uyum sağlamakta ve ekonomi hızla uzun dönem denge noktasına ulaşmaktadır. Şok sonrası ortaya çıkan durgunluk, fiyat düzeyi düştüğü ve hasıla başlangıçtaki seviyesine geri döndüğü için çok çabuk sona ermektedir. Talep şoklarının reel sektörden kaynaklandığı, piyasaların tercihleriyle ilişkili olduğu ve para politikasının talep şoklarını yönlendirmede yetersiz ve gereksiz olduğu kabul edilmektedir. Bu bağlamda Monetaristler ve Yeni Klasikler, piyasa dinamiklerinin dengeye getiren güçlerine güvenerek aktif iktisat politikalarına olan ihtiyacı reddetmektedirler.

Keynesyen literatürde talep şoklarının temel sebebi olarak girişimcilerin yatırım faaliyetlerini yavaşlatmaları görülmektedir. Ekonominin uzun dönem dengesine ulaşması ve dolayısıyla şok sonrası durgunluk

koşullarından kurtulması için para ve özellikle maliye politikalarına önemli görevler yüklenmektedir. Bu süreçte, eski Keynesyen yorumlarda maliye politikası ön plana çıkarılmaktayken, Yeni Keynesyen İktisat ile birlikte para politikası daha çok önemsenir hale gelmiştir. Yeni Keynesyenler, toplam arz şoklarını tamamen göz ardı etmemekle birlikte, konjonktür hareketlerinin temel nedeni olarak toplam talep şoklarını görmektedirler. Yeni Keynesyen açıdan ekonomik karar birimleri kendi çıkarlarını gözettikleri için, arz-talep dengesinin kendiliğinden sağlanması mümkün değildir. Dolayısıyla ekonomide istikrarsızlık ortaya çıkar ve ekonomiye müdahale gereklidir (Atay, 2010; 67).

Tobin'e (1986; 3-6) göre, maliye politikasının temel değişkenleri üzerindeki politik etki kamu harcamalarının dağılımını etkilediği için maliye politikası daha pasif olmalı, aktif araç olarak para politikası kullanılmalıdır. Para politikasının bu kadar önemli olmasının nedeni, reel para balansları ve faiz oranlarındaki hareketlerin toplam talep ile olan güçlü etkileşimidir. Dolayısıyla, ana akım merkez bankacılığı, şok sonrası ekonomiyi uzun dönem dengesine götürmek konusunda politika faizine önemli bir görev yüklemektedir.

Para otoritesi nominal politika faizini değiştirerek dolaylı yollardan reel faiz oranını değiştirmiş olmaktadır. Çünkü ekonomideki fiyat katılıkları nedeniyle beklenen enflasyon hemen değişmemektedir. Merkez bankası kısa vadeli faiz oranını değiştirdiğinde, bankaların kendi aralarındaki kısa vadeli işlemlerde geçerli olan faiz oranı da etkilenmektedir. Daha sonra diğer uzun vadeli faiz oranları değişmektedir. Tüm bu değişiklikler, belli bir gecikmeyle tüketim ve yatırım kararlarına yansımaktadır. Böylelikle ekonomi uzun dönem dengesine giderken çıktı açığı, kredi arzı ile talebi ve enflasyon değişmektedir. Politika faizindeki değişiklikler zamana yayılmaktadır (Özatay, 2012; 64).

Bu süreç belli bir politika kuralına dayanmaktadır ve bu noktada ekonomiyi uzun dönem dengesine yönlendiren para politikası için kural-takdir tartışması ön plana çıkmaktadır. Çünkü fiyat istikrarının kurala bağlanması, beraberinde reel ekonominin istikrarsızlığını getirebilmektedir. Takdir yetkisi, politika uygulayıcılara şoklar gibi beklenmedik durumlar karşısında esneklik tanımaktadır. Ancak çağdaş para politikasının üzerinde fikir birliği sağladığı bir nokta vardır: Takdire dayalı politikalar ile karşılaştırdığında politika kuralları ekonomik performansı iyileştirme konusunda önemli avantajlara sahiptir. Takdire dayalı ayarlanabilir politikalar uygulandığında ise enflasyonist beklentileri engellemek olanaksızdır. Çünkü iktisadi birimler merkez bankasının enflasyon kadar diğer değişkenleri de izlediğini ve bunlarda olası bir değişme olduğunda müdahale edeceğini beklemektedir. Böyle bir beklenti piyasalarda belirsizliği artırmaktadır (Güney, 2006; 27).

Yeni Keynesyen iktisatçılar, katı kurallar yerine tanımlı ancak esnek politikalar önermektedir. Para politikasının katı bir kurala bağlanması yerine basit ve esnek bir kural uygulanması durumunda para talebindeki istikrarsızlık daha az olmaktadır (Hargreaves, 1992; 66). Deflasyonist dönemlerde merkez bankalarının sosyal maliyeti gözetmeksizin fiyat istikrarında ısrar etmesi ise reel ekonomi açısından sorunlara yol açabilmektedir.

2.3. Varlık Fiyatlarındaki Dalganmalara Karşı Para Politikası

Varlık fiyatları ile para politikası arasındaki etkileşim ve para politikasının finansal istikrarı doğrultusunda da kullanılması gerektiği tartışmalarına geleneksel görüşün yaklaşımı kesin bir netlik arz etmektedir: Fiyat istikrarı, finansal istikrar için gerekli ve yeterli koşulları sağlamaktadır. Bernanke (2010), merkez bankalarının varlık fiyatlarında oluşan balonlara müdahale etmemesi gerektiğini, zaten bu balonları tespit etmenin de merkez bankaları açısından mümkün olmadığını savunmaktadır. Varlık fiyatlarındaki değişimler ile para politikası arasında sistematik bir ilişkinin olmadığını vurgularken, para politikasının finansal piyasalar üzerinde aktif bir etkisinin olamayacağını iddia etmektedir. Finansal dalgalanmaların ekonomiye olumsuz olarak yansımalarının nedeni bilanço bozuklukları olduğu için, sadece yapısal bozuklukların düzeltilmesi üzerine politikalar gütmek yeterli görülmektedir.

Bir başka çalışmada Bernanke ve Gertler (2001; 253), varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların bilanço kanalıyla ekonomik birimlerin bilançolarını bozacağını, bu durumda sermaye yeterliliğini korumak isteyen finansal kurumların kredileri sınırlayacaklarını ve son olarak bilançolarındaki kredi riskini azaltmak adına finansal varlıkları likit duruma çevireceklerini ifade etmektedir. Goodhart ve Hofmann (2002) çalışmalarında, merkez bankasının para politikasını uygularken sadece tüketici fiyat endeksini değil, varlık fiyatlarını da kullanması gerektiğini vurgulamışlardır. Filardo (2004) ise Bernanke ve Gertler'in (2001) varlık fiyatları oynaklığına yaptıkları vurguyu reddetmekte, varlık fiyatlarının enflasyon için erken uyarı rolü oynayabileceğini ifade etmektedir.

Ancak, son gelişmeler de göstermiştir ki, finansal istikrar ve para politikası birbiriyle çeşitli bağlantılara sahiptir. Para politikasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi ve faiz oranlarındaki değişimin reel ekonomiye arzulan şekilde aktarımı için, iyi işleyen finansal kurumlara ve piyasalara ihtiyaç vardır. Finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunlar, parasal aktarım mekanizmasıyla para politikasının etkinliğini doğrudan etkilemektedir. Bu sorunlar, aynı zamanda toplam talep ve enflasyon üzerinde etkiler göstererek para politikası uygulamalarını yönlendirebilmektedir (Cuaresma ve Gnan, 2008;80).

Arestis ve Karakitsos (2009; 3), enflasyon odaklı bir para politikası yürüten merkez bankasının varlık fiyatlarındaki artışın neden olacağı bir konjonktür dalgasını ve bunun yol açacağı krizi öngöremeyeceğini düşünmektedir. Çünkü konjonktürün genişleme aşamasında kredi ve varlık fiyatlarının artışı üretimde dalgalanmalara yol açarken enflasyon oranını artırmayabilmektedir. Bunun nedeni, genişleme aşamasında artan potansiyel üretim miktarının çıktı açığını küçültmesi ve böylelikle enflasyonist baskıları azaltmasıdır. Bu doğrultuda, ekonomide varlık fiyatlarından kaynaklanan dalgalanmaları azaltmak amacıyla merkez bankası tarafından sınırlı ama ters yönde tepki verilmesi önerilmiştir. Bu politika önerisi, "rüzgâra karşı eğilme" terimiyle literatürdeki yerini almıştır. Örneğin, varlık fiyatlarında yaşanan artış karşısında merkez bankası politika faiz oranını sınırlı miktarda artırmalı, yani sıkı para politikası izlemelidir. Böylece varlık fiyatlarındaki şişmenin enflasyon ve üretim üzerindeki etkisi sınırlandırılmaktadır (Svensson, 2011;3)

Pro-aktif para politikası olarak da adlandırılan bu süreç ile birlikte enflasyon ve üretimdeki dalgalanmalar azaltılmaktadır. Çünkü varlık fiyatlarında oluşan balon gelecekteki enflasyonu yükseltirken, sönme evresinde de durgunluk ve deflasyon baskısı yaratmaktadır. Bu bağlamda, pro-aktif para politikası ekonomideki olası gelişmelere önceden tedbir almak olarak tanımlanabilir. Re-aktif para politikası ise merkez bankasının sahip olduğu para politikası seti ile ekonomideki gelişmeleri önceden tahmin etmesinin zor olduğunu savunmakta ve bekleyip duruma göre politika tepkisi vermesi gerektiğini ifade etmektedir (Süslü ve Dişbudak, 2012; 68-69).

Cecchetti ve diğerlerine (2000; 16-18) göre, merkez bankası enflasyon hedeflemesi doğrultusunda sadece enflasyon ve üretime değil aynı zamanda varlık fiyatlarına da odaklanmalıdır. Aslında bu, esnek enflasyon hedeflemesi analizine varlık fiyatlarının dâhil edilmesinden ibarettir. Finansal şoklar karşısında merkez bankasının politika faiz oranı ile pro-aktif bir politika tepkisi vermesi kayıp fonksiyonunu küçültmekte ve bu nedenle "rüzgâra karşı eğilme" tepkisi para politikasının etkinliği açısından gerekli görülmektedir. Para politikasının varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara tepki vermesinin makroekonomik performansı artırabileceği belirtilmektedir. Ancak, oynaklığın reel ekonomiden kaynaklandığı bir ortamda aktif fiyatlarına herhangi bir tepki verilmemesi ve re-aktif para politikası izlenmesi gerekmektedir. Ekonomide bir talep şoku yaşanması durumunda, döviz kuru hareketleri şokun etkilerini bertaraf edeceği için politika faizi ile tepki yerine re-aktif para politikası önerilmekte ve bu durum "rüzgâra karşı durma" politikasına karşılık gelmektedir (Wadhvani, 2008; 25-26).

Finansal kriz öncesinde ya da sırasında para politikası duruşundan taviz vermeyerek finansal istikrarı korumak her zaman mümkün olmayabilmektedir. Dolayısıyla varlık fiyatlarının ani çökme riski dikkate alınmalı ve politika faiz kararı, bir sonraki dönemde gerçekleşebilecek kredi krizine göre verilmelidir. Enflasyon beklentilerinin sıfıra yakın olduğu bir ortamda politika faiz oranı ile doğal faiz oranı birbirine eşit düzeyde tutulmalı (re-aktif para politikası), enflasyon beklentileri yükseldikçe politika faizi de yükseltilmelidir (Bordo ve Jeanne, 2002; 5). Finansal piyasalarda dalgalanmalar belirdiğinde, "rüzgâra karşı eğilme" politikası ile merkez bankası, politika faiz oranını enflasyon hedefini kısa-orta vadede gerçekleştirebileceği seviyenin üzerine ihtiyatlı bir şekilde çıkarmalıdır. Merkez bankası para politikasını yükselen varlık fiyatları karşısında sıkılaştırarak ve düşen varlık fiyatları karşısında ise gevşeterek, ekonomik birimlerin aşırı risk alma iştahını kırmayı amaçlamaktadır (Denktaş, 2009; 198).

3.SON KÜRESEL KRİZİN PARA POLİTİKASINA YANSIMALARI

2000'li yıllar boyunca giderek ekonomideki önemini artıran varlık fiyatları ve finansal istikrar, 2008 yılında Dünya genelinde yaşanan finansal kriz ile birlikte ekonomi gündeminin ana maddesi haline gelmiştir. Sermaye hareketlerinin yaygınlaşması, finansal piyasalardaki düzenlemelerin kaldırılması ve dalgalı döviz kurunun benimsenmesi, ulusal merkez bankalarının güçlerini azaltmaktadır. Bu dalgalanmalar, merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının etkinliğini azaltmaktadır. Çünkü finansal gelişmelerin artan baskısı karşısında kurumsal düzenlemelerle merkez bankalarının bağımsızlıkları artırılırken, aynı

düzenlemeler politika etkinliğine yansımamıştır. Papadatos'a (2010; 197-198) göre, belirli koşullar altında geliştirilen politikalar koşullar değiştiğinde etkinliğini yitirdiği için, parasal ve finansal etkenlerden kaynaklanan dalgalanmalar merkez bankalarının para politikası etkinliğini sınırlandırmaktadır.

Küresel kriz öncesinde, dışa açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide para politikasının etkinliğini artıran strateji, bünyesinde esnek kur rejimini barındıran enflasyon hedeflemesi olarak görülmekteydi. Ekonomik şokları en az hasarla atlatabilen ve makro değişkenlerdeki bozulmaları minimize edebilen bir strateji olduğu düşünülen enflasyon hedeflemesi, esnekleştirilmiş para politikası uygulamalarına müsaade etmekteydi. Kriz dönemlerinde ekonomik birimlerin güven zafiyetine bağlı olarak nakit paraya dönme eğilimleri arttığı için likidite gereksinimi ortaya çıkmaktaydı. Nakitte kalma arzusu tüketim ve yatırım kararlarını ertelediği için resesyona ve durgunluğa yol açmaktaydı. Bütün bunları önlemek ya da en az hasarla atlatmak ise enflasyon hedeflemesi stratejisi ile mümkün olacaktı (Eroğlu ve Eroğlu, 2010; 250-251).

Ancak, 2008 yılında Dünya geneline yayılan finansal kriz, kısa vadeli faiz oranlarının etkin olarak kullanıldığı bir dönemde gerçekleştiği için yerleşik para politikasına olan inancı sarsmıştır. Finansal istikrarı sağlamak için politika faiz oranının ve fiyat istikrarının yeterli olmadığı artık belirgin bir sonuçtur(White-2006-Carney-2009-Svensson-2011). Enflasyon hedeflemesi stratejisi, enflasyona dar bir açıdan bakması nedeniyle, merkez bankalarının istihdam ve ekonomik büyüme gibi diğer önemli sorunları görmesini engellemesi üzerinden eleştirilmektedir. Üstelik sadece enflasyona odaklanan dar kapsamlı bir enflasyon hedeflemesi, aynı zamanda merkez bankalarının finansal istikrarın önemli belirleyicilerini de gözden kaçırmalarına neden olmaktadır (Buiters, 2009).

Süslü ve Dişbudak (2012; 71) tarafından vurgulandığı gibi, son zamanlarda para politikası araçları ile ilgili literatür¹ finansal piyasalar üzerine odaklanmaktadır. Taylor (2001), Walsh (2003) ve Woodford (2003) gibi iktisatçılar tarafından ortaya konan çalışmalarda kısa vadeli faiz oranının para politikasının temel aracı olması konusunda fikir birliği bulunmaktadır. Ancak, 2000'li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan hızlı gelişmeler ve finansal varlıkların çeşitlenmesi, para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranının etkinliğini tartışmaya açmıştır. Tartışmanın bir tarafı² kısa vadeli faiz oranının fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da sağlayacağını savunurken, diğer taraf³ bu süreçte ikincil bir para politikası aracının kullanılması gerektiğini ileri sürmüştür.

3.1. Küresel Kriz Döneminde Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Eleştiriler

¹ Detaylı bilgi için Goodhart ve diğerleri (2009), De Grauwe ve Gross (2009), Svensson (2010) ve Poon (2010) tarafından yapılan çalışmalara bakılabilir.

² Goodhart ve Hofmann (2002), Cecchetti ve diğerleri (2000), Goodhart ve diğerleri (2009).

³ Bernanke ve Gertler (2001), De Grauwe ve Gross (2009), Svensson (2010).

2007 yılında ABD ekonomisinde etkisini gösteren ve 2008 yılında küresel bir nitelik kazanan uluslararası finansal kriz sırasında, Türkiye'nin de dâhil olduğu birçok ülke, Yeni Uzlaşma yaklaşımı olarak da anılan Yeni Keynesyen temelli enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaktaydı. Ancak, yaşanan finansal kriz ile birlikte yürütülen para politikası çerçevesi sorgulanmaya başlanmış ve bu sorgulama süreci de akabinde enflasyon hedeflemesine yönelik eleştirileri beraberinde getirmiştir.

Talep yönlü para politikaları olarak tanımlanan ve fiyat istikrarsızlıklarının büyük oranda talepten kaynaklandığını düşünen enflasyon hedeflemesinin, faiz oranlarının belirlenmesinde sadece tüketici fiyat endeksi ile ölçülen enflasyon oranlarına ve çıktı açığına bağlı kalması, küresel kriz döneminde büyük eleştiri almıştır. 2000'li yılların karmaşık finansal özellikler gösteren ekonomik düzeninde enflasyon hedeflemesinin dar kapsamlı yapısı, para politikası oluşturulurken varlık fiyatlarının göz ardı edilmesine yol açmıştır. Dünya ekonomisinin yükseliş trendinde olduğu 2002-2006 döneminde izlenen gevşek para politikaları nedeniyle oluşan likidite fazlası, varlık fiyatlarını artırmış ve finansal piyasalarda istikrarsızlığa neden olmuştur (IMF, 2009; 104). Dolayısıyla, para politikası çerçevesinde gösterge olarak sadece enflasyon oranları seçilmemeli, finansal göstergeler de dikkate alınmalı ve finansal piyasalardaki denetimler artırılmalıdır (Oktar ve diğerleri, 2012; 138-139).

Küresel kriz döneminde merkez bankalarının politika etkinliğini kaybetmelerinin bir nedeni de, merkez bankalarının sahip olduğu likidite kolaylığı gibi araçların bankacılık sektöründen kaynaklanan sorunlarla mücadele etmek için uygun olmasına rağmen finansal piyasalara karşı çaresiz kalmasıdır. Aynı dönemde gösterge faiz oranı için bir oranı hedef alan enflasyon hedeflemesini benimseyen merkez bankaları, krize yönelik para politikası tepkisi olarak piyasaya likidite sunmuşlardır. Ancak, Wray'e (2004; 5) göre faiz oranları için pozitif değer belirlendiği bir ortamda, bu para politikası tepkisinin ekonomileri resesyondan çıkarması mümkün değildir. Çünkü merkez bankasının piyasalara likidite sunması bankaların ellerindeki rezervleri artırmış, fazlalık rezervler bankalar arası piyasaya akmış, böylelikle borçlanma faiz oranları düşmüş ve merkez bankasının gösterge faiz oranlarında aşağı yönlü bir baskı yaratmıştır. Belirlediği faiz oranını korumaya çalışan merkez bankası, piyasaya sürdüğü likiditeyi geri çekmek zorunda kalmıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejinin en önemli gerekliliklerinden biri, merkez bankasının bağımsızlığıdır. Buna karşın, hızlı küreselleşmenin getirdiği karmaşık finansal ilişkiler ve bu süreçte faiz oranlarının oynadığı rol itibarıyla merkez bankasının günümüz ekonomik koşullarında bağımsız hareket etmesi pek mümkün görünmemektedir. Wray (2007; 3) çalışmasında benzer bir vurgu yapmakta ve finansal piyasaların geldiği nokta itibarıyla merkez bankalarının bağımsız para politikaları yürütmelerinin çok da kolay olmadığını belirtmektedir. Diğer taraftan, Issing'e (2009; 45) göre fiyat endekslerinde daha çok tüketici mallarına yer verilmesi ve gayrimenkul, hisse senedi gibi mali varlıkların ihmal edilmesi, enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğini zedelemektedir. Çünkü varlık fiyatlarındaki değişimler enflasyona yansımamaktadır. Böylece enflasyona odaklanan merkez bankaları, varlık fiyatlarındaki değişimlerin yol açtığı konjonktürel dalgalanmaları ve bunun yol açabileceği krizi öngörememektedir.

Galbraith'a (2008; 4) göre, yaşanan son uluslararası finansal kriz, faiz oranlarının enflasyon hedeflemesi çerçevesinde etkin şekilde kullanıldığı bir dönemde gerçekleşmiştir. Üstelik kriz sırasında para politikası aracı olarak faiz oranı ekonomilerde beklenen etkiyi göstermemiştir. Çünkü, Sardoni ve Wray'in (2005; 4) de vurguladığı gibi, doğal faiz oranı ekonomilere ve zamana göre değişmekte ve politika uygulayıcılar doğal oranın tam olarak nerede olduğunu tespit edememektedir. Dolayısıyla faiz oranı para politikası için doğru bir rehber değildir.

3.2. Varlık Fiyatlarındaki Gelişmelerin Para Politikasına Yansımaları

Finansal istikrarsızlık, para politikasının aktarım mekanizmasında aksaklıklara neden olmakta, böylelikle para politikasının etkinliği azalmakta ve politika faiz oranı araç niteliğini kaybetmektedir. Bunun için finansal istikrarı hedefleyen ayrı bir araç setine ve finansal istikrar politikasına ihtiyaç bulunmaktadır. Varlık fiyatlarında meydana gelen dalgalanmaların yol açtığı finansal istikrarsızlık karşısında kısa vadeli faiz oranlarının kullanılması durumunda, enflasyon hedefinden sapma riski ortaya çıkmaktadır. Ancak, varlık fiyatları finansal istikrarı doğrudan etkilediği için, para politikası üzerinde çeşitli kısıtlar ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Finansal istikrarın sağlanamadığı bir ortamda fiyat istikrarı hedefinin başarılı olamayacağı ve finansal istikrarın aynı zamanda dolaylı yollardan ekonomik büyümeyi desteklediği belirtilmektedir.

Cecchetti (2006), henüz kriz ortaya çıkmamışken, gerek finansal aktiflerde gerekse gayrimenkul fiyatlarında meydana gelen spekülasyonun ve sonrasında yaşanabilecek fiyat çöküşlerinin finansal istikrarı ve dolayısıyla fiyat istikrarını bozabileceğini vurgulamıştır. Çünkü varlık fiyatlarındaki spekülasyon artışları yaratabileceği finansal riskler olduğu açıktır. Bu bağlamda, para talebi her ne kadar istikrarsız olsa da, merkez bankalarında, para arzındaki gelişmeleri yakından takip etmek ve gerektiğinde varlık fiyatlarındaki artışı engellemek için faiz artırımlarını kullanmak gerektiği yönünde bir eğilim oluşmuştur.

Diğer taraftan, varlık fiyatlarındaki gelişmelerin egemen olduğu bir finansal yapıda sınırsız sermaye hareketlerinin varlığı, para politikası üzerinde kontrol gücüne sahip olmak isteyen merkez bankaları için esnek döviz kuru uygulamasını kaçınılmaz kılmaktadır. Ancak, bu zorunlu tercih özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde kur dalgalanmalarından dolayı ciddi sorunlara yol açmaktadır. Finansal piyasaların hızlı gelişiminin kur oynaklığını artırması, dış ticaret şokları aracılığıyla ekonomilere zarar verebilmektedir. Kurdaki ani yükselişler, yükümlülüklerin değerini artırarak ödemeler bilançosunu bozabilmektedir. Finansal piyasalardaki yapısal dönüşüm, para politikası ile reel ekonomi arasındaki bağı zayıflatmıştır.

Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranları ile beklentileri yönlendirerek varlık fiyatlarındaki şişkinliği kontrol altına almaları mümkün olsa da, aynı durum gelişmekte olan ülkeler için zor olmaktadır. Çünkü dış borç, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye girişleri para ve kredi genişlemesine, yerel paranın değerlenmesine ve faiz oranlarında düşüşlere yol açmaktadır. Bu gelişmeler ise finansal ve finansal olmayan varlık fiyatları artışını beraberinde getirmektedir. Ancak, yabancı sermaye akımlarının tersine dönmesi kur ve faiz artışlarına yol açtığı için, spekülasyon balonlarının hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı tehdit etmesi söz konusu olmaktadır. Bu sürecin temel nedeni, döviz giriş ve çıkışlarının döviz kuru, parasal büyüklükler ve faiz oranı üzerinde belirleyici rol oynayabilmesidir (Bakır, 2007; 203).

Artık, merkez bankası faiz oranlarını değiştirdiğinde ekonomik birimler bu değişime karşı türev araçları kullanarak faiz vade dağılımlarını değiştirebilmekte ve faiz oranlarındaki değişimin harcamalar üzerindeki etkisini geciktirebilmektedirler. Merkez bankasının harcama akımlarını büyük oranda bankalar üzerinden etkilediği kredi kanalı da finansal piyasalardaki gelişmeler nedeniyle etkisini kaybetmiştir. Çünkü bu kanalin etkinliği, banka kredileri ile diğer kredi kanalları arasında tam ikame ilişkisinin olmamasını gerektirmektedir. Ancak, finansal piyasalardaki araç ve kurum sayısının artışı, banka kredilerine alternatif seçeneklerin yaygınlaşmasına neden olmaktadır. Böylece bankalar para otoritesi tarafından uygulanan kredi baskısından kaçabilmekte ve ihtiyaçlarını derinleşen finansal piyasalardan fon temin ederek karşılayabilmektedirler. Bu bağlamda bankaların merkez bankalarına olan bağımlılıklarını azaltan bir unsur da menkul kıymetleştirme işlemleri olmaktadır. Çünkü bu işlemler bankalara merkez bankasından daha az borçlanma imkânı vermekte, kendi aralarında hesaplarını denkleştirme fırsatı tanımaktadır. Sonuçta merkez bankasının yürüttüğü faiz politikasının etkinliği azalmaktadır (Oktar ve diğerleri, 2012; 114-115).

Varlık fiyatlarındaki değişmelerin bilançolar üzerindeki etkileri enflasyona yansımayaabilmektedir, çünkü varlık fiyatları enflasyon ölçümleri içinde yer almamaktadır. Ayrıca, varlık fiyatlarında meydana gelen artışlar ve dolayısıyla borçlanmalar nedeniyle yükselen harcamalar cari işlemler açığı ile karşılandığı için, yurtiçi fiyat düzeyi üzerinde çok az etki yaratmaktadır. Hålbuki Issing (2009) çalışmasında, varlık fiyatlarındaki değişmelerin refah etkisi kanalıyla harcamaları, oradan da enflasyonu etkileyebileceğini göstermektedir. Çünkü söz konusu refah etkisi, ekonomik birimlerin harcamalarını değiştirmektedir. Dolayısıyla, sadece enflasyona odaklanan Yeni Uzlaşma para politikasının etkinliği de azalmaktadır.

4. KÜRESEL KRİZ SONRASI YENİ PARA POLİTİKASI

Küresel finans krizi sonrası tartışmaların ilk odak noktası, mevcut para politikası üzerine iken, ikinci odak noktası kriz sırasında ve sonrasında para politikasının nasıl yürütülmesi gerektiği üzerine olmuştur. Çiçek ve Alçın (2010) çalışmalarında, krizin ortaya çıkış sürecinde mevcut para politikası uygulaması olan enflasyon hedeflemesinin rolü olmadığını, ancak krizin derinleşmesi üzerinde son derece etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Bu bağlamda küresel finans krizi sonrasında para politikası literatüründe öne çıkan iki öneriyi tartışmak gerekmektedir.

4.1. Esnek Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde katı ve esnek enflasyon hedeflemesi arasında yapılan tercih, merkez bankasının optimal para politikasını oluştururken fiyat istikrarı ve üretim istikrarına yaklaşım dengesini ortaya koymaktadır. Dünya genelinde yaşanan son finansal kriz ile birlikte, katı enflasyon hedeflemesi stratejisinin krizin daraltıcı etkilerini daha da şiddetlendirdiği görülmüştür. Çünkü sadece fiyat istikrarına odaklanan katı enflasyon hedeflemesi, ekonominin üretim cephesinde meydana gelen dalgalanmalara tepki vermemektedir. Dolayısıyla krizin yol açtığı daraltıcı etkileri bertaraf etmek için üretim istikrarını da kapsayan esnek enflasyon hedeflemesi yaklaşımı önerilmektedir. Bu bağlamda, kamu kesiminin varlığı doğrultusunda dışa açık ekonomi varsayımı altında merkez bankası tepki fonksiyonu aşağıdaki gibi gerçekleştirilmektedir:

$$i_t = \pi_t + b_1(\pi_t - \pi_t^*) + b_2(y_t - y^*) + b_3g_t + b_4e_t$$

Burada $(\pi_t - \pi_t^*)$, enflasyon açığı; $(y_t - y^*)$, çıktı açığı; g_t , kamu harcamalarını; e_t ise döviz kurunu göstermektedir. Dışa açık ekonomide döviz kurunu dikkate alan enflasyon hedeflemesi stratejisi Mishkin ve Savastano (2001) tarafından geliştirilmiştir. Döviz kurunda meydana gelen değişimin faiz oranı ile ters yönlü etkileşim içinde olduğu bilinmektedir. Merkez bankasının optimal para politikası stratejisi; cari enflasyon oranına, enflasyon açığına, çıktı açığına, kamu harcamalarına ve döviz kurundaki değişime tepki veren bir faiz oranı tarafından belirlenmektedir. Enflasyon açığı, çıktı açığı, kamu harcamaları ya da döviz kuru yükseldiğinde politika faiz oranı beklenen enflasyonu enflasyon hedefine eşitleyecek şekilde artırılmalıdır (Çiçek ve Alçın, 2010; 558).

Svensson'a (1997) göre, refah kayıplarını en aza indirecek "kayıp fonksiyonu" beklenen çıktı ve enflasyondaki sapmalardan meydana gelmektedir. Merkez bankasının kayıp fonksiyonu olarak tanımlanan aşağıdaki denklemde L_t , t zamanındaki kayıp; π_t , t zamanındaki gerçekleşen enflasyonu; π^* hedeflenen enflasyonu; Y_t , t zamanındaki gerçekleşen çıktıyı; Y^* potansiyel çıktıyı ve λ çıktı açığı istikrarına verilecek nispi ağırlığı göstermektedir. Kayıp fonksiyonunda yer alan λ katsayısı 0'dan büyük olduğunda esnek enflasyon hedeflemesi stratejisine uygun sonuçlar elde edilmektedir (Bofinger, 2001; 128).

$$L_t = \frac{1}{2} \left[(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda \left(\frac{Y_t - Y^*}{Y^*} \right)^2 \right]$$

Böyle bir stratejide merkez bankasının politikası, enflasyon ve üretim açığı üzerindeki sapmaları minimize edecek kısa vadeli faiz oranını belirlemektir. Svensson'a (2011) göre, merkez bankası üretim açığında meydana gelen dalgalanmaları da dikkate alan esnek bir politika güdüyorsa, enflasyon tahmininin enflasyon hedefine yavaş uyum sağlaması optimal strateji olmaktadır. Çünkü esnek enflasyon hedeflemesine dayanan tepki fonksiyonundaki katsayılar (b_1 , b_2 , b_3 ve b_4), katı enflasyon hedeflemesi

çerçevesindeki tepki fonksiyonu katsayılarından daha küçük olmaktadır. Bu durumda optimal para politikası; iki dönemlik enflasyon tahmini uzun dönem enflasyon hedefine aşamalı olarak ulaşacak biçimde, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranını ayarlamasını ifade etmektedir (Özdemir, 2005; 197):

Enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefine kademeli olarak yakınsamasını sağlayacak şekilde nominal faiz oranı belirlendiğinde, fiyat istikrarı hedeflenirken üretimde dalgalanma yaratmak da mümkün olmaktadır. Üretim istikrarına verilen ağırlık artıkça, yani λ katsayısı büyüdükçe ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesi esnekleştikçe, enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefine uyum süresi uzamaktadır. Böylece politika uygulayıcılar üretimde meydana gelen dalgalanmalara da önem vermiş olmakta ve dolayısıyla uzun dönem enflasyon hedefine ulaşmak için kısa vadeli politika faiz oranını aşamalı olarak belirlemektedirler. Dolayısıyla krizin üretim ve istihdam üzerindeki maliyetleri zamana yayılmakta ve para politikası müdahaleci bir kimlik kazanmaktadır (Mishkin, 2002; 217).

Merkez bankasının kayıp fonksiyonunda çıktı açığına belli ölçüde ağırlık vermesi, üretimdeki dalgalanmaları azaltırken enflasyondaki dalgalanmaların yükselme riskini de üstlenmektedir. Böyle bir uygulama, para politikası nominal çapasını kaybetme tehlikesi ile karşılaşsa da, makroekonomik performansı arttırdığı için tercih edilmektedir. Sadece enflasyonun hedef değerinden sapmasını odaklanan katı bir stratejinin özellikle kriz dönemlerinde üretimdeki istikrarsızlıkları nasıl derinleştirdiği, yaşanan son finansal kriz ile birlikte bir kez daha gözler önüne serildiği için söz konusu riskin alınması gerektiği düşünülmektedir. Svensson'a (2011) göre gerçekleşen son büyük kriz, para politikası tarafından kontrol edilemeyen faktörlerden kaynaklanmaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin riskinin değerlendirilmesinde önemli miktarda bilgi seti sorunu bulunmaktadır. Dolayısıyla kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında uygulanabilecek en etkin para politikası, doğru şekilde uygulanan ve finansal koşullar hakkındaki tüm bilgileri kullanan esnek enflasyon hedeflemesi olmaktadır.

4.2. Makro İhtiyat Politikası

1929 yılından bu yana Dünya ekonomisinin gördüğü en büyük kriz olan 2008 küresel finans krizi, finansal istikrar odaklı politika tartışmalarını hızlandırmış ve merkez bankalarının sistemik risk birikimine katkıda bulunan unsurları dikkate almaları gerektiğini ortaya koymuştur. Bu çerçevede getirilen bir diğer politika önerisi, tüm finansal kurumlar arasında karşılıklı etkileşimin olduğunu varsayarak finansal riski azaltmayı amaçlayan makro ihtiyat politikasıdır. Bu politika önerisine göre, finansal sistemden kaynaklanan ve makroekonomik performansı düşüren riskleri kontrol altında tutabilmek için, finansal piyasalarda yer alan tüm kurumlar denetlenmeli ve bu süreçte merkez bankaları önemli roller üstlenmelidir (Caruana, 2010; 2).

Finansal sistemin sağlam ve istikrarlı bir ortamda işlemlerini sağlamayı hedefleyen makro ihtiyat politikasının temel savı, sistemik risklerin etkilerini küçültmek ve yapısal kırılmalıkların oluşumunu büyük ölçüde telafi etmektir. Bir bütün olarak finansal sistemin istikrarını amaçlayan makro ihtiyat politikası, para politikalarının önüne geçmek yerine onları destekler nitelikte kullanılmaktadır. Bunu sağlamak için sistemi etkileyen tüm kurum ve piyasaların söz konusu politika düzenlemelerine dâhil olması gerekmektedir

(Fujita ve diğerleri, 2010; 13). Dolayısıyla para politikası araçları ile ihtiyat niteliğindeki düzenleyici araçlar birleştirilerek araç seti genişletilmelidir. Aksi takdirde, örneğin aşırı risk alınmasını engellemek için sadece para politikasına başvurarak faiz oranlarının yükseltilmesi durumunda çıktı açığı artabilecektir. Ters durumda ise kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarında balon oluşumunun önüne geçmek mümkün olmayacaktır (Claessens ve diğerleri, 2010; 18).

Merkez bankalarının finansal istikrar hedefini enflasyon hedeflemesi stratejisine dâhil etmeleri, kayıp fonksiyonunda yeni bir hedef değişken ortaya çıktığı için, para politikasını sınırlandırmaktadır. Finansal piyasaların kırılmalı bir yapı sergilediği kriz dönemlerinde, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının bozuk yapının temizlenmesine zaman kazandırmak için genişletici para politikası uyguladıkları görülmektedir. Finansal kırılmalı ortadan kalkıncaya kadar kısa vadeli politika faiz oranında düşüş eğilimleri sergilenmekte ve ortaya çıkan likidite ihtiyacı "son kredi mercii" olan merkez bankaları tarafından karşılanmaktadır (Çiçek ve Alçın, 2010; 555).

Burada merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının finansal piyasalar üzerinde etkili olmayacağı önem kazanmaktadır. Blanchard ve diğerlerine (2010; 6) göre, bankacılık sektörü üzerinden gerçekleşen kriz deneyimlerinden yola çıkılarak bankacılık sistemi ve merkez bankasının "son kredi mercii" fonksiyonu güçlendirilmesine rağmen, banka dışı finansal kurumlara yeterince önem verilmemiştir. Parasal aktarım kanalının ağırlıklı olarak banka kredileri üzerinden gerçekleşmesi beklendiği için politika faiz oranı kullanarak harcama akımlarının kontrol edilebileceği düşünülmüştür. Woodford'a (2010) göre, merkez bankası enflasyon ve kaynak kullanımı konusunda tahminlerini oluştururken finansal koşullardaki değişikliklerin etkisi de dâhil olmak üzere ilgili bilgi setinin tamamını kullanırsa, para politikası değişen finansal koşullara otomatik olarak en etkin şekilde cevap vermektedir.

Bu süreçte, zaman boyunca toplam riski yönetmek adına kredinin değere oranı, belirli sektörlere verilen krediler için doğrudan kontrol, konjonktür karşıtı tedbirler almak ve gerektiğinde kullanılmak üzere kredi genişlemesi sırasında tampon sermaye hazırlamak gibi araçlar ön plana çıkmıştır. Zamanın her bir noktasında toplam riski yönetmek için araç olarak ise kredi/mevduat oranı zorunluluğu, likidite gereksinimi, sistemik olarak önem arz eden bankalar açısından sermayenin vergilendirilmesi ve nakit uyumsuzluğu üzerine sınırlamalar kullanılmıştır (Caruana, 2010; 3).

Konjonktürün durumuna göre kullanılacak araçların politika faiz oranı dışındaki çeşitliliği merkez bankalarının müdahale becerisini politika çelişmesine yer vermeksizin yükseltmektedir. Para politikaları yeterli olmadığına banka kredilerine limit koyan kredinin değere oranı ve borç servisinin gelire oranı gibi yönetimsel kurallar etkin olmaktadır (Shin, 2010; 9). Örneğin, kaldıraç çok yükseldiğinde düzenleyici sermaye oranları artırılmakta veya likidite oranlarının düştüğü görüldüğünde düzenleyici likidite oranları devreye sokulmaktadır. Benzer şekilde ev fiyatlarında balon oluşmaya başladığında kredinin değere oranı düşürülmekte ya da hisse senedi fiyatlarında artış görüldüğünde marj gereklilikleri yükseltilmektedir.

Politika faiz oranı ise daha çok enflasyon hedefinde sapma olduğunda ve üretimde dalgalanmalar ortaya çıktığında kullanılmaktadır. Dolayısıyla makro ihtiyat politikasına göre, düzenleyici araçlar ile politika faiz oranı arasında bir iş bölümü yapılmaktadır (Oktar ve diğerleri, 2012; 156).

BIS tarafından (2010; 90) yayınlanan rapora göre, makro ihtiyat politikası çerçevesinde politika uygulayıcılar yerine getiremeyecekleri taahhütlerde bulunmamalıdır. Sistemin esnekliğini ve sağlığını artırmak, örneğin aşırı risk alınmasını engellemek için kullanılan araçlar, mümkün olduğu kadar basit kurallara dayanmalıdır. Merkez bankaları ana düzenleyici kurum olarak hizmet etsin ya da etmesin, makro ihtiyat politikalarının hazırlanmasında ve yürütülmesinde etkin işlevlere sahip olmalıdır. Ancak bu noktada, fiyat istikrarını hedefleyen merkez bankalarının aynı zamanda finansal istikrarı hedefleyen makro ihtiyat politikasını da organize edip edemeyeceği büyük bir belirsizliğe yol açmaktadır.

Bu belirsizliğe rağmen, Blanchard ve diğerlerine (2010; 6) göre, merkez bankalarının para politikalarını ve düzenleyici politikaları kendi bünyelerinde toplamaları, para politikalarını düzenleyici politikalarla desteklemeleri gerekmektedir. Çünkü merkez bankaları makroekonomik gelişmeleri yakından takip edebilmektedir. Böylelikle para politikalarının etkinliği artmakta ve enflasyon hedefi doğrultusunda üretimde meydana gelen sapmalar azalmaktadır. Ancak böyle bir sorumluluk doğal olarak merkez bankalarının yükünü artırmaktadır. Bu doğrultuda IMF tarafından krizden çıkış yolları üzerine 2009 yılında hazırlanan raporda Yeni Uzlaşma para politikalarının ve makro ihtiyat politikalarının etkinliği test edilmiştir.

Çalışmada kullanılan model geleneksel Yeni Keynesyen temeller üzerine inşa edilmiş ve kredi standartlarında gevşemeyi teşvik eden finansal şok durumunda dört farklı politika stratejisinin tepkisi incelenmiştir. Modeldeki birinci politika stratejisi standart Taylor Kuralı'dır. İkinci strateji, merkez bankasının enflasyon, üretim ve nominal kredilerdeki sapmalara tepki verdiği Eklentili Taylor Kuralı'dır. Üçüncü politika stratejisinde makro ihtiyat politikasına ilişkin araçlar Eklentili Taylor Kuralı'na dâhil edilmekte ve gecikmiş nominal kredi büyüklüklerine tepki verilmektedir. Bunu sağlayan, politika faiz oranı ile kredi oranı arasındaki farkı etkileyen makro ihtiyat politikası araçlarıdır. Son stratejide ise, optimizasyon süreci olabileceği düşünülen belirli şoklara karşı verilecek en iyi tepkinin ne olduğu araştırılmakta, dolayısıyla her değişkene verilen ağırlık optimizasyon süreci ile belirlenmekte ve üçüncü politika stratejisinin bir versiyonu elde edilmektedir (Tokucu ve Aykırı, 2011; 22-23).

Ekonomik şok karşısında enflasyon ve çıktı açığından en az sapmanın gerçekleştiği strateji, makro ihtiyat politikasının dâhil edildiği optimize edilmiş Eklentili Taylor Kuralı'dır. Bu stratejide şokun yol açtığı maliyetler diğer stratejilere göre oldukça düşük düzeyde kalmaktadır. Kriz döneminde politika etkinliğinden en uzak strateji ise Taylor Kuralı olarak ortaya çıkmaktadır. Taylor Kuralı çerçevesinde gerek çıktı açığından gerekse enflasyon açığından sapma oldukça yüksek çıkmaktadır. Dolayısıyla kriz döneminde kaybin en yüksek olduğu strateji de Taylor Kuralı'dır. Dolayısıyla merkez bankaları para politikasını yürütürken Yeni Keynesyen tabanlı Taylor Kuralı'na bağlı kalmamalı ve Taylor Kuralı'nı makro ihtiyat politikası ile genişletmelidir. Aksi takdirde, Taylor Kuralı'na göre sabit olarak alınan reel faiz oranı,

finansal araçların çok fazla ve çok az borç aldığı durumlarda ekonomiyi düşük faiz oranı tuzağına sürüklemekte ve kriz ihtimalini artırmaktadır (IMF, 2009; 112-115).

Bununla birlikte, fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da merkez bankasının sorumluluk alanına dâhil etmek, politika uygulama sürecini oldukça karmaşık bir hale getirmektedir. Çünkü finansal istikrar hedefinin fiyat istikrarı hedefini engelleme riski olabilmektedir. Merkez bankaları fiyat istikrarına yönelik bir politika araç setine sahipken, finansal istikrar doğrultusunda araç çeşitliliğine sahip bulunmamaktadır. Araç sorunu gibi bir de tanım sorunu bulunmakta, karmaşık bir yapıya sahip olan finansal istikrarı somut, açık ve net bir sayısal politika hedefiyle takip etmek mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla finansal istikrarla ilişkili sorumluluklar çok yönlü bir yapı arz etmektedir. Üstelik finansal istikrara dönük kararlar para politikasına göre daha politik özellikler sergilemektedir (Papademos, 2011; 25). Bu nedenle, finansal istikrarın sağlanması için merkez bankası dışında ayrı bir kurumun tesis edilmesi ve bu kurumun finansal istikrar doğrultusunda makro ihtiyat politikasını uygulaması gerektiği konusunda politika uygulayıcıları arasında bir görüş birliği oluşmuştur (Tokucu ve Aykırı, 2011; 29)

5. SONUÇ

Finansal piyasaların ve günümüz ekonomi koşullarında yakından ilişkili olduğu reel ekonominin makroekonomik açıdan ne kadar önemli olduğu, 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ile birlikte bir kez daha anlaşılmiştir. Çünkü küresel boyutta fiyat istikrarının görece sağlandığı bir ortamda gerçekleşen finansal kriz, tek başına fiyat istikrarının makroekonomik istikrar açısından yeterli olmadığını ortaya koymuştur.

Küresel kriz öncesinde, sermaye hareketlerinin serbest olduğu dışa açık ekonomilerde para politikasının etkinliğini artıran stratejinin, bünyesinde esnek kur rejimini barındıran, şokları bertaraf edebilen ve makro değişkenlerdeki bozulmaları azaltabilen enflasyon hedeflemesi stratejisi olduğu görüşü ağırlık kazanmıştır. Sadece fiyat istikrarına odaklanan bir merkez bankasının politika faizindeki değişimin enflasyon üzerindeki net etkisini tahmin etmesi yeterli görüldüğü için, kredi ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilenmesine gerek duyulmamıştır. Çünkü 2000'li yılların ortalarına kadar merkez bankaları açısından hangi kanalın kullanıldığı ve bu kanalların makro finansal riskleri nasıl etkilediği birincil düzeyde önem taşımamıştır.

Nitekim banka dışı finansal sektördeki gelişmeler, hem küresel finans krizine giden süreci hazırlamış hem de merkez bankalarının krizden çıkış için uyguladıkları geleneksel para politikalarını etkisizleştirmiştir. Bu gelişmeler merkez bankalarının geleneksel çerçevenin dışına çıkmalarına yol açarken, aynı zamanda para politikalarının makroekonomik istikrar için tek başına yeterli olmadığını ve maliye politikalarının da aktif olarak uygulanması gerektiğini göstermiştir. Fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da sağlanabilmesi noktasında merkez bankalarının ve politika faizinin tek başlarına yeterli olamayacakları tartışılmaya başlanmış, böylece para politikası setine makro ihtiyat politikası dâhil edilmiştir. 1990'lardan sonra finansal

kaynaklı krizlerin sıklaşması ve son olarak yaşanan 2008 finansal krizi, para politikası uygulamaları açısından bu adımların atılmasını zorunlu kılmıştır.

Dolayısıyla finansal ve reel sektöre ilişkin değişkenlerin para politikasının uygulama sürecine eklenmesi ve bu doğrultuda mevcut modellerin yeniden düzenlenmesi gerekmektedir. Çünkü enflasyon odaklı para politikaları yürüten merkez bankaları, varlık fiyatlarında meydana gelen dalgalanmaların yol açacağı konjonktür dalgasını ve dolayısıyla krizi öngörememektedir. Ancak, geleneksel para politikasının sunduğu çerçevenin eleştirilmesi kolay olmakla birlikte, yeni bir para politikası seti oluşturmak kısa vadede zor görünmektedir. Para politikası açısından amaç, ara amaç ve araç çerçevesinin çeşitlendirilmesi, merkez bankalarının kredibilite ve yönetim sorunları yaşamalarına ve politika çelişkileri ortaya çıkmasına yol açabilmektedir. Bu noktada merkez bankalarının krizlerle mücadele edebilmesi için diğer denetleyici ve düzenleyici kurumlarla iş birliğine gitmesi kaçınılmazdır. Bu nedenle makroekonomik politika çerçevesini parasal politika, maliye politikası ve finansal politika olmak üzere üç ayaklı bir yapıda yürütmek gerekmektedir.

Literatürde kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında uygulanabilecek en etkin para politikası stratejisi olarak doğru şekilde uygulanan ve finansal koşullar hakkındaki tüm bilgileri kullanan esnek enflasyon hedeflemesi ağırlık kazanmıştır. Çünkü finansal istikrarsızlık, para politikasının aktarım mekanizmasında aksaklıklara neden olmakta, böylelikle para politikasının etkinliği azalmakta ve politika faizi araç niteliğini kaybetmektedir. Bu doğrultuda, enflasyon hedeflemesi stratejisinin finansal istikrarı da gözeterek şekilde esnekleştirilmesi önerilmekte; geleneksel enflasyon hedeflemesi modeline finansal bir değişken eklendiğinde faiz tepki denkleminin nasıl değişeceği ve birden fazla para politikası aracının kullanılması üzerinde durulmaktadır.

Ancak, ekonomik krizler karşısında para politikası beklenmeyen tepkiler verebilmekte ve bu nedenle para politikası çerçevesinde savunulabilecek tek bir doğru bulunmamaktadır. Ülkelerin makroekonomik koşullarına ve uluslararası ekonomideki konumlarına göre para politikası çerçevesi değişebilmektedir. Bu bağlamda Yeni Keynesyen para politikası çerçevesi Türkiye gibi dışa açık küçük ülke konumundaki gelişmekte olan ülkelerde istenen ve beklenen sonuçları vermeyebilmektedir. Çünkü iktisat biliminde bazı varsayımlar düşüncelere çok güçlü bir şekilde yerleşir ve çoğu zaman onların sadece birer varsayım olduğu fark edilemez.

KAYNAKÇA

ANGERIZ, A. ve ARETIS, P. (2009). The Consensus View on Interest Rates and Fiscal Policy: Reality or Innocent Fraud?. *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol: 31, No: 4, s.s. 567-586.

- ARESTIS, P. ve KARAKITSOS, E. (2009). What Role For Central Banks in View of The Current Crisis?. *The Levy Economics Institute of Bard Collage Policy Note*, No:2009-2, http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_09_02.pdf, Erişim Tarihi: 20.03. 2012.
- ATAY, M. (2010). *1980 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikasının Konjonktür Hareketleri Üzerine Etkisi: Teori ve Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Kayseri.
- BAKIR, C. (2007). *Merkezdeki Banka Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Uluslararası Bir Karşılaştırma*. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- BERNANKE, B. S. (2010). Monetary Policy and the Housing Bubble, *Annual Meeting of the American Economic Association Atlanta*. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.pdf>, Erişim Tarihi: 23.04.2011.
- BERNANKE, B. S. ve GERTLER, M. (2001). Should Central Banks Respond to Movement in Asset Prices. *The American Economic Review*, Vol: 91, No: 2, s.s. 253-257.
- BIS (2009). *Policy Responses to the Crisis*, 79th Annual Report. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e6.pdf>, Erişim Tarihi: 20.03.2012.
- BIS (2010). *80th Annual Report*. <http://www.bis.org/newsevents/default.asp?contentid=201007a2010e.pdf>, Erişim Tarihi: 15.03.2012.
- BLANCHARD, O., DELL'ARICCIA, G. ve MAURO, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*, No: SPN/10/03, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>, Erişim Tarihi: 15.09.2012.
- BOFINGER, P. (2001). *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*. London: Oxford Press.
- BORDO, M. D. ve JEANNE, O. (2002). Monetary Policy and Asset Prices: Does 'Bening Neglect' Make Sense?. *IMF Working Paper*, No: WP/02/25, s.s.1-27, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0225.pdf>, Erişim Tarihi: 12.12.2011.
- BUITER, W. H. (2009). Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bound. *North American Journal of Economics and Finance*, Vol: 20, No: 3, s.s. 213-238.
- CARNEY, M. (2009). Some Considerations on Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity. *Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City*, <http://www.bis.org/review/r090826a.pdf>, Erişim Tarihi: 15.03.2011.
- CARUANA, J. (2010). Macroprudential Policy: Working Towards a New Consensus. *Remarks at the High Level Meeting on "The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy"*, BIS's Financial Stability Institute, s.s. 1-6, <http://www.bis.org/speeches/sp100426.pdf>, Erişim Tarihi: 02.03.2012.
- CECCHETTI, S. G. (2006). The Brave New World of Central Banking: Policy Challenges Posed by Asset Price Booms and Busts. *National Institute Economic Review*, No: 196, s.s. 1-13.

- CECCHETTI, S. G., GENBERG, H., LIPSKY, J. ve WADHWANI, S. (2000). Asset Prices and Central Bank Policy. *The Geneva Report on the World Economy*, No: 2, <http://down.cenet.org.cn/upfile/8/2010318204458149.pdf>, Erişim Tarihi: 15.07.2011.
- CLAESSENS, S., ARICCIA, G. D., IGAN, D. ve LAEVEN, L. (2010). Lessons and Policy Implication from the Global Financial Crisis. *IMF Working Paper*, No: WP/10/44, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf>, Erişim Tarihi: 05.05.2012.
- CLARIDA, R., GALI, J. ve GERTLER, M. (2000). Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. *Quarterly Journal of Economics*, s.s. 147-180, <http://www.nyu.edu/econuser/gertler/mjqs00.pdf>, Erişim Tarihi: 31.01.2011.
- CUARESMA, J. C. ve GNAN, E. (2008). Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Stability?. *Monetary Policy & The Economy*, No: Q3/08.
- ÇİÇEK, S. ve ALÇIN, S. (2010). Kriz Sonrasında Para Politikasında Yeni Yaklaşım Önerisi: Esnek Enflasyon Hedeflemesi. *Uluslararası Sempozyum 5*, 27-29 Mayıs, iç. *Küresel Kriz Sonrasında Ekonominin Yeniden Yapılanması*, Balıkesir: Bildiri Kitabı, s.s. 549-559.
- DE GRAUWE, P. ve GROS, D. (2009). A New Two-Pillar Strategy for the ECB. *Economic Policy CEPS Policy Briefs*, No: 191, <http://www.ceps.eu/book/new-two-pillar-strategy-ecb>, Erişim Tarihi: 01.10.2011.
- DENKTAŞ, E. (2009). *Aktif Fiyatları, Köpükler ve Optimal Para Politikası Tepkisi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul.
- EROĞLU, N. ve EROĞLU, İ. (2010). 2008 Finans Krizi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Kriz Yönetimi ve Çıkış Stratejisi. Ed: İ. Kalaycı, *Halil Seyidoğlu'na Armağan: Finansal Kriz Yazıları*, İstanbul: Nobel Kitap Dağıtım, s.s. 233-253.
- FILARDO, A. (2004). How Important Should Bubbles Be in the Conduct of Monetary Policy?. *10th Dubrovnik Economic Conference*, Croatian National Bank.
- FUJITA, K., HABERMEIER, K., NIER, E., ROGER, S., SACASA, N., STONE, M. ve VLCEK, J. (2010). Central Banking Lessons From The Crisis. *IMF Monetary and Capital Department*, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/052710.pdf>, Erişim Tarihi: 22.02.2011.
- GALBRAITH, J. K. (2008). The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary Consensus. *The Levy Economics Institute of Bard College Policy Note*, No: 2008/1, http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_08_1.pdf, Erişim Tarihi: 18.12.2011.
- GOODFRIEND, M. (2002). Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer. *International Finance*, Vol: 5, No: 2, s.s. 165-191.
- GOODFRIEND, M. ve KING, R. G. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *NBER Macroeconomics Annual*, Vol: 12, s.s. 231-296.

- GOODHART, C., SUNIRAND, P. ve TSOMOCOS, D. P. (2009). The Optimal Monetary Instrument for Prudential Purposes. *Journal of Financial Stability*, Vol: 7, No: 2, s.s. 70-77.
- GOODHART, C. ve HOFMANN, B. (2002). Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy. *Royal Economic Society Annual Conference*, No: 88, <http://repec.org/res2002/Goodhart.pdf>, Erişim Tarihi: 15.06.2011.
- GÜNEY, P. Ö. (2006). İstikrar Politikaları, Hedefleme Stratejileri ve Türkiye Örneği. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 24, Sayı: 1, s.s. 21-44.
- HARGREAVES, H. (1992). *The New Keynesian Macroeconomics: Time, Blief and Social Interdependence*. Hampshire-UK: Edward Elgar Publishing Limited.
- IMF (2009). *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>, Erişim Tarihi: 12.06.2011.
- ISSING, O. (2009). Asset Prices and Monetary Policy. *Cato Journal*, Vol: 29, No: 1, s.s. 45-51.
- KOYUNCU, F. T. (2009). *Türkiye'de Konjonktürel Dalgaların Arz ve Talep Şokları ile Analizi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir.
- MANKIWI, N. G. (2009). *Makroekonomi*. 6. Baskı, Çeviri Ed: Ö. F. Çolak, Ankara: Efil Yayınevi.
- MCCALLUM, B. T. (2001). Monetary Policy Analysis in Models Without Money. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, s.s. 145-160, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/01/05/145-160McCallum.qxd.pdf>, Erişim Tarihi: 08.08. 2011.
- MISHKIN, F. S. (2002). The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy. *International Finance*, Vol: 5, No: 2, s.s. 213-227.
- MISHKIN, F. S. ve SAVASTANO, M. (2001). Monetary Policy Strategies For Latin America. *Journal of Development Economics*, Vol: 66, s.s. 415-440.
- OKTAR, S., TOKUCU, E. ve KAYA, Z. (2012). *Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- ONUR, S. (2008). Türkiye Ekonomisi'nde Faiz Oranları-Enflasyon İlişkisi Üzerine Bir Model Denemesi (1980-2005). *Journal of Qafqaz University*, No: 24, s.s. 123-145.
- ÖZATAY, F. (2012). Para Politikasında Yeni Arayışlar. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 27, Sayı: 315, s.s. 51-75.
- ÖZDEMİR, M. (2005). *Enflasyon Hedeflemesi Teorisi ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Bursa.
- ÖZDEMİR, M. (2009). Wicksell'in Dirilişi Monetarizmin Sonu(Mu)?. *EconAnadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics*, 17-19 Haziran, Eskişehir.

- ÖZTÜRK, S. ve BİNER, C. (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği. *Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 9, Sayı:1, s.s. 19-37.
- PAPADATOS, D. (2010). Günümüz Kapitalizmde Merkez Bankacılığı: Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal Krizler. Ed: C. Lapavistas, *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, Çev: T. Öncel, s.s. 171-202.
- PAPADEMOS, L. (2011). Central Bank Mandates and Governance Arrangements. *BIS Papers: The Future of Central Banking Under Post-Crisis Mandates*, 9th BIS Annual Conference, No: 55, 24-25 Haziran 2010, s.s. 25-29, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap55.pdf>, Erişim Tarihi: 14.06.2012.
- POON, W. C. (2010). Augmented MCI: An Indicator of Monetary Policy Stance For Asean-5?. *Department of Economics Discussion Paper*, No: 25/10, <http://www.buseco.monash.edu.au/eo/research/papers/2010/2510augmentedpoon.pdf>, Erişim Tarihi: 05.08.2011.
- SARDONI, C. ve WRAY, L. R. (2005). Monetary Policy Strategies of the European Central Bank and the Federal Reserve Bank of the U.S.. *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No: 431, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_431.pdf, Erişim Tarihi: 05.08.2011.
- SHIN, H. S. (2010). Macroprudential Policies Beyond Basel III. *Princeton University Policy Memo*, <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/MacroprudentialMemo.pdf>, Erişim Tarihi: 31.01.2012.
- SÜSLÜ, B. ve DİŞBUDAK, C. (2012). TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI). *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt: 19, Sayı: 2, s.s. 67-85.
- SVENSSON, L. E. O. (1997). Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Bank and Linear Inflation Contracts. *American Economic Review*, No: 87, s.s. 98-104.
- SVENSSON, L. E. O. (2003). Monetary Policy and Real Stabilization. *NBER Working Paper Series*, No: 9486, Cambridge: Massachusetetts.
- SVENSSON, L. E. O. (2010). How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?. *Speech at the CEPR/ESI 14th Annual Conference of Central Bank of Turkey*, <http://www.cepr.org/meets/wken/1/1745>, Erişim Tarihi: 15.02.2012.
- SVENSSON, L. E. O. (2011). Monetary Policy After The Financial Crisis. *Speech at the Asia's Role in the Post-Crisis Global Economy Concerence*, San Francisco, USA, <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf>, Erişim Tarihi: 23.03.2012.
- TAYLOR, J. B. (2001). Low Inflation, Deflation and Policies for Future Price Stability. *Institute for Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, Vol: 19, No: S1, s.s. 35-51.
- TOBIN, J. (1986). A New Consensus on the Management of the Economy by Federal Fiscal and Monetary Policies. *The Committee on Developing American Capitalism*, Vol: 4, No: 2.

- TOKUCU, E. (2010). Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine. *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt: 21, Sayı: 76, s.s. 31-54.
- TOKUCU, E. ve AYKIRI, M. (2011). Makro İhtiyat Politikaları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2011 Para Politikası. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Yıl: 48, Sayı: 556, s.s. 17-30.
- WADHWANI, S. (2008). Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate?. *National Institute Economic Review*, Vol: 206, No: 1, s.s. 25-34.
- WALSH, C. E. (2003). *Monetary Theory and Policy*. USA: The MIT Press.
- WHITE, W. R. (2006). Is Price Stability Enough?. *BIS Working Papers*, No: 205, <http://www.bis.org/publ/work205.pdf>, Erişim Tarihi: 20.03.2011.
- WOODFORD, M. (2003). *Interest and Prices*. USA: Princeton University Pres.
- WOODFORD, M. (2010). Optimal Monetary Stabilization Policy. Ed: B. E. Friedman ve M. Woodford, *Handbook of Monetary Economics*, http://www.columbia.edu/~mw2230/OMP_Hbook.pdf, Erişim Tarihi: 06.06.2012.
- WRAY, L. R. (2004). The FED and The New Monetary Consensus: The Case For Rate Hikes, Part Two. *Levy Economics Institute of Bard Collage Public Policy Brief*, No: 80.
- WRAY, L. R. (2007). A Post Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets and the Rules Versus Discretion Debate. *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, No: 510, s.s. 1-26, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_510.pdf, Erişim Tarihi: 12.02.2011.