



PARA POLİTİKASINDA YENİ ARAYIŞLAR ve TCMB²

GİRİŞ

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin Nisan 2001'de önemli değişiklikler yapılan yasasından birkaç alıntıyla başlayayım. TCMB'nin "Temel Görev ve Yetkileri"ni belirleyen dördüncü maddesinde şöyle deniliyor: "Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır." Aynı maddenin ikinci paragrafı şöyle devam ediyor: "Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler."

Yasa'nın dördüncü maddesinde daha sonra "Bankanın temel görevleri" sıralanıyor. Bu görevlerden biri şöyle: "Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak". "Bankanın temel yetkileri"nden birkaçı: "Banka, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir." Bir diğeri: "Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür."

Yaptığım alıntılar şüpheye yer bırakmayacak biçimde açık: TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarı. Dördüncü maddede yer alan diğer kısımlarda başka hiçbir amacın önünde "temel" sıfatı yok. Dördüncü maddenin ikinci paragrafı bu özelliği daha da belirginleştiriyor: Önce fiyat istikrarına odaklan, bununla çelişmezse o zaman istihdam ve büyüme politikalarını destekleyebilirsin diyor.

¹ <http://www.tepav.org.tr/tr/ekibimiz/s/89/Fatih+Ozatay+Dr.>
Fatih Özatay, TOBB ETÜ Öğretim Üyesi, Prof. Dr.

² Bu yazı *İktisat ve Toplum* dergisinde ODTÜ'de 14 Aralık 2011'de düzenlenen "Küresel Kriz ve Büyüme Sorunu" başlıklı panelde ve Gazi Üniversitesi'nin "Türkiye Ekonomisinin Dinamikleri: Politika Arayışları" başlıklı kongresinde 23 Aralık 2011'de yaptığım konuşmalara dayanmaktadır.

Bu sadece TCMB'ye özgü bir durum değil. Çoğu piyasa ekonomisinde merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarı olarak belirleniyor. Mesela Avrupa Merkez Bankası'nda durum böyle. Bu, merkez bankalarının finansal istikrara önem vermedikleri anlamına gelmiyor. Aksine TCMB yasasından yaptığım alıntıdan da görüleceği gibi merkez bankalarının finansal istikrarla ilgili görevleri de var. Bazı ülkelerde, bu arada Türkiye'de de, temel görevleri finansal sistemin düzenlenmesi ve denetlenmesi olan kurumlar yer alıyorlar. Bazı ülkelerde ise bu görev tümüyle merkez bankasına verilmiş. Söz konusu görev ister merkez bankasında ister başka kurumda olsun, bu yazı açısından önemli olan nokta şu: Küresel krizden önce parasal iktisat kuramı ve para politikası uygulaması, asıl olarak fiyat istikrarını sağlamak temel amacı çerçevesinde oluşturuluyordu. Para politikasının fiyat istikrarını sağlayarak finansal istikrara da katkıda bulunacağı düşünülüyordu.

Ama küresel finansal kriz, fiyat istikrarına rağmen oluştu. Özellikle 1990'ların sonlarından itibaren çoğu ülkede enflasyon oldukça düşük düzeylere indi. Tablo 1'de ülke gruplarında ve dünya genelinde enflasyonun 1980'den bu yana gelişimi gösteriliyor. 1980'den itibaren beşer yıllık dönemler itibarıyla ortalama tüketici enflasyonunun dünyada en yüksek olduğu dönem 1990-94 dönemi. Daha sonra belirgin bir düşüş var enflasyonda. Gelişmiş ülkeler dışında kalan grupta, özellikle Latin Amerika'da enflasyon düşüşü daha da çarpıcı. Dolayısıyla, küresel finansal krizin dünyada enflasyonun eskiye kıyasla belirgin biçimde azaldığı, gelişmiş ülkelerde de fiyat istikrarı sağlanmışken ortaya çıktığı açık: Fiyat istikrarı otomatik olarak finansal istikrarı sağlamaya yetmiyor.

Tablo 1. Ülke gruplarına göre ortalama tüketici enflasyonu (%)

	1980-84	1985-89	90-94	95-99	2000-2007
Dünya	15.4	17.1	28.4	8.1	3.9
Gelişmiş ülkeler	8.8	3.9	3.8	2.0	2.1
Euro Bölgesi*			3.2	1.6	2.2
G7 ülkeleri	7.8	3.2	3.4	1.8	2.0
Yeni sanayileşen Asya ülkeleri	9.8	3.4	6.2	3.4	1.8
G7 ve Euro Bölgesi dışında kalan gelişmiş ülkeler	14.6	7.9	5.0	3.0	2.0
Avrupa Birliği	11.3	6.8	13.3	4.9	2.5
Yükselen ve gelişen ülkeler	32.4	54.2	94.2	19.8	6.7
Merkezi ve Doğu Avrupa	26.8	33.9	92.7	46.4	13.6
Bağımsız Devletler Topluluğu*			823.2	79.0	14.0
Gelişen Asya	8.4	10.9	9.8	7.5	3.4
ASYA-5	10.7	14.4	8.0	10.8	5.3
Latin Amerika ve Karayipler	79.9	191.1	237.4	18.6	7.2
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	10.3	13.1	13.6	9.9	6.0
Sahraaltı Afrika	16.8	16.7	32.3	22.4	10.1

Notlar: *1990-94 değeri Euro Bölgesi için 1992-94 ortalaması, Bağımsız Devletler Topluluğu için ise 1993-94 ortalamasıdır. Yeni sanayileşen Asya ülkeleri: Hong-Kong, Kore, Singapur ve Tayvan. Asya-5: Endonezya, Filipinler, Malezya, Tayland ve Vietnam. Diğer ülke grupları için orijinal kaynağa bakmak gerekiyor. Kaynak: IMF'nin Dünya Ekonomik Görünümü verileri tabanı:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/weoselagr.aspx>

Bu olgu, beraberinde çok önemli bir soruyu gündeme getirdi: Küresel krizden önce uygulanmakta olan fiyat istikrarına odaklı para politikasını, finansal istikrarı da gözetecek biçimde yeniden nasıl düzenleriz? Dikkat: Soru, finansal sistemin düzenlenmesi ve denetlenmesi yetkisinin nasıl tekrar merkez bankalarına alınabileceği ile ilgili değil. Öyle olsaydı sorunun hiçbir ilginç tarafı kalmazdı. Abartmakta bir mahzur yok: Falanca bankanın kaç şubesi olacağı ya da filanca bankanın yabancı ortak alıp alamayacağı finansal sistemin istikrarı açısından önemli. Ama bunların para politikasıyla bir ilgisi yok. Bu yetkiler merkez bankalarında olsa da bu yetkiler çerçevesinde alınan kararların para politikasının alanına girmediği açık. Dolayısıyla, bu tip yetkilerin merkez bankalarında olması değil, üzerinde durulan. Tartışılan, para politikasının finansal istikrarı da gözetecek biçimde nasıl tasarlanabileceği.

Bu tartışmayı sağlıklı yapabilmek için, ilk olarak, küresel krizden önce hem kuramda önerilen hem de uygulamada sık görülen para politikası rejimini ele alacağım. İzleyen bölüm, dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimi üzerine. Bunu, “klasik enflasyon hedeflemesi rejimi” olarak adlandıracam. İkinci bölüm bu politikanın küresel krizden sonra neden eleştirildiğini kısaca inceliyor. Söz konusu eleştiriler yeni bir para politikası çerçevesi arayışlarına yol açtı. Üçüncü bölümde, klasik enflasyon hedeflemesinin finansal istikrarı da gözetecek biçimde yeniden nasıl tasarlanabileceği üzerinde duruyorum. Enflasyon hedeflemesi rejimleri açısından faiz aktarma kanalının sağlıklı bir biçimde çalışması çok önemli. Dördüncü bölümde bu konuyu ele alıyorum. Beşinci bölümde Türkiye'ye dönüp, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı birlikte gözetilen bir para politikasının uygulanması için ne tip kurumsal düzenlemeler gerektiğini tartışıyorum. Son bölümde kısa bir değerlendirme yer alıyor.

I. “KLASİK” ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

Klasik enflasyon hedeflemesi çerçevesinde geliştirilmiş çeşitli modeller var. Bunlar Yeni Keynesyen çizgide oluşturulan dinamik stokastik genel denge modelleri. Burada çok daha basit bir model sunuyorum. Model, Carlin ve Soskice (2005)'te yer alan kapalı ekonomi modelinin, Özatay (2011a)'da açık ekonomi modeline dönüştürülen biçimi. Modelin çözüm ayrıntılarına girmeyip, sadece temel denklemleri ve çözümden elde edilen sonucu vereceğim. İlgilenenler Özatay (2011a, on üçüncü bölüme) bakabilirler. Ayrıca, üçüncü bölümde yer alan daha genel modelin çözümünü Ek-1 'de verdiğimi de belirteyim.

Klasik enflasyon hedeflemesi uygulamasında, fiyat istikrarı temel amacına uygun olarak ulaşılmak istenen bir amaç var: Birincisi, enflasyon ile enflasyon hedefi arasındaki fark en aza indirilmek isteniliyor. Bu farka ‘enflasyon açığı’ diyorum. İkincisi, üretim düzeyi ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki farkın en aza indirilmesi amaçlanıyor. Bu farka da “çıktı açığı” deniliyor. Amaç fonksiyonunu yazıyorum:

$$L_t = \frac{1}{2}(\pi_t - \pi^h)^2 + \frac{1}{2}\lambda_1(Y_t - Y_n)^2 \quad (1)$$

Denklem, t döneminde ulaşılmak istenen amacı (L_t), t dönemindeki enflasyon (π_t), enflasyon hedefi (π^h), reel üretim düzeyi (Y_t) ve potansiyel reel üretim düzeyi (Y_n) cinsinden veriyor. Eşitliğin sağındaki ilk parantez enflasyon açığını, ikinci parantez ise çıktı açığını gösteriyor. İkinci parantezin önündeki (λ_1) katsayısı enflasyon açığına kıyasla çıktı açığına verilen önemi ifade ediyor. Bu değer ne kadar düşükse, çıktı açığına, enflasyon açığına kıyasla o kadar az önem veriliyor. Hem çıktı açığının hem de enflasyon açığının

karesi yer alıyor amaç denkleminde: Enflasyonun hedeften, üretim düzeyinin de potansiyel düzeyinden artı ya da eksi yönde sapmaları istenmiyor.

Potansiyel üretim düzeyi kısa dönemde değişebilecek bir şey değil, değişmesi için "derin reformlar" gerekiyor; veri olarak alabilir merkez bankası. Enflasyon hedefi de yılın başında, hatta birkaç yıl önceden biliniyor; o da veri. Bu durumda geriye kalan iki değişkenin –enflasyonun ve üretimin- hangi değişkenlere bağlı olarak ve nasıl hareket ettiklerine dair denklemler gerekiyor. Bu iki değişkenle, merkez bankasının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz haddi arasında bir ilişki kurulmalı ki, politika aracını kullanarak bu değişkenlerin hareketlerini etkileyebilsin merkez bankası. Böylelikle de amacına ulaşabilsin.

Gerekli denklemlerden ilki reel faiz haddi ile üretim arasında ilişki kuran "IS denklemi"; çıktı açığının (x_t) zaman içindeki hareketini gösteriyor:

$$x_t = Y_t - Y_n = -\beta_2(r_{t-1} - r_n) + \beta_3(Q_{t-1} - Q_n) \quad (2)$$

Denklemden bir dönem önceki reel faiz haddi (r_{t-1}), doğal reel faiz haddi (r_n), bir dönem önceki reel kur (Q_{t-1}) ve doğal reel kur (Q_n) cinsinden veriyor. Eşitliğin sağ tarafındaki her iki katsayı da artı değer alıyor ($\beta_2 > 0$, $\beta_3 > 0$): Reel faiz haddi doğal (normal) düzeyinin üzerine çıktıkça, çıktı açığı azalıyor. Reel kur doğal düzeyinin üzerine çıktıkça da çıktı açığı artıyor. Reel faiz ve reel kur çıktı açığını hemen etkilemiyorlar; bir dönem gecikme var. Aynı olgu reel kur için de geçerli. Reel kur, yurtiçi reel faiz ile yurtdışı reel faiz (r^*) arasındaki farka bağlı. Bu fark açıldıkça yerli para reel olarak değerlendiriliyor, reel kur azalıyor ($\beta_4 > 0$):

$$Q_t = -\beta_4(r_t - r_t^*) \quad (3)$$

Benzer bir denklemi doğal reel kur (Q_n) için de yazmak mümkün: Yazılırsa, (3) numaralı denklemdeki sağ taraftaki parantez içindeki reel faiz değişkenlerinin doğal düzeyleri (r_n ve r_n^*) yer alacak. Tekrarlamıyorum.

Bu durumda, merkez bankası reel faiz haddini etkileyerek talebin düzeyini, dolayısıyla üretimin düzeyini ayarlayabilir. Merkez bankası kısa vadeli nominal faiz haddini değiştiriyor. Bu değişiklik anında enflasyonu ve enflasyon beklentilerini etkilemediği sürece, reel faizi de değiştirmiş olacak. Değişen kısa vadeli reel faiz de bankaların kredi verme ve mevduat toplama faizlerini, yani daha uzun vadeli faizleri etkileyecek. Böylece talep değişmiş olacak. Modelde basitlik amacıyla tek bir faiz haddi yer alıyor.

Bir de enflasyonun zaman içinde nasıl hareket ettiğini belirleyen Phillips denklemi var:

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha x_{t-1} = \pi_{t-1} + \alpha(Y_{t-1} - Y_n) \quad (4)$$

Denklemden (π_t) t dönemindeki enflasyonu, (π_{t-1}) $t-1$ dönemindeki enflasyonu, (x_{t-1}) ise $t-1$ dönemindeki çıktı açığını gösteriyor. Basitlik amacıyla enflasyon beklentilerine yer vermedim. Eşitliğin sağ tarafındaki katsayı artı değer alıyor ($\alpha > 0$): Çıktı açığı arttıkça enflasyon artıyor.

Dikkat ederseniz, bu dönem faizin artırılması, bir dönem sonra çıktı açığını (2 ve 3 numaralı denklemler), o da kendisi arttıktan bir dönem sonra enflasyonu (4 numaralı denklem) etkiliyor. Bir dönemi çeyrek yıl olarak düşünürsek, bu durumda, bu çeyrekte artan reel faiz ancak iki çeyrek sonra enflasyonu etkileyebiliyor. Elbette illa böyle olması

gerekmiyor; farklı gecikme ilişkileri de kullanılabilir. Bunlar ancak gözlenen ilişkilere bakılarak karar verilebilecek konular; geçiyorum.

Bu optimizasyon modeli çözüldürse, farklı bir ifadeyle, (2), (3) ve (4) numaralı denklemlerin oluşturdukları kısıt altında, (1) numaralı amaç fonksiyonu en az değeri alacak şekilde faiz patikası seçilirse, merkez bankasının tepki denklemi elde ediliyor. Sonuç şu:

$$r_t = r_n + \beta_3\beta_4 B(r_t^* - r_n^*) + \alpha BA^{-1}[(\pi_t - \pi^h) + \alpha(Y_t - Y_n)] \quad (5)$$

Denklemden $B = (\beta_2 + \beta_3\beta_4)^{-1} > 0$ ve $A = (\alpha^2 + \lambda_1) > 0$. Enflasyonun hedefinin üzerine çıkması, üretimin de doğal düzeyini aşması -telafi edici gelişmeler olmadıkça- merkez bankasını, reel politika faizini doğal düzeyinin üzerine çıkarmaya itiyor. Ek olarak gelişmiş ülkelerin reel faiz hadlerinin yükselmesi, diğer değişkenler aynı kalmak üzere, merkez bankasının yurtiçi reel faiz haddini de artırması sonucunu doğuruyor.

II. "KLASİK" ENFLASYON HEDEFLEMESİ YETERSİZ Mİ KALDI?

Önce eski FED Başkanı Alan Greenspan'den bir alıntı yapacağım. Enflasyon hedeflemesinin yetersizliğini tartıştığım bir bölümde Greenspan'ın işi ne? Öyle ya, FED enflasyon hedeflemesi uygulamıyor. Üç nedenle Greenspan'ın "iş var". Birincisi, FED iki amaca ulaşmak üzere para politikasını yürütmekle görevli: Bu amaçlar, fiyat istikrarını sağlamak ve en yüksek istihdama ulaşmak. Klasik enflasyon hedeflemesinde yer alan çıktı açığını, işsizlik oranı ile doğal işsizlik oranı arasındaki fark cinsinden de yazmak mümkün. Sonuçta, FED'in ulaşmak istediği amaçlarla, esnek enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının ulaşmak istedikleri amaçlar arasında belirgin bir fark yok. Ayrıca, FED bağımsız bir merkez bankası. Sonuçta, enflasyon hedefini ilan etmek ve bu hedefe varılıp varılamayacağı üzerinden iletişim politikasını yürütmek dışında, FED'in yürüttüğü politika enflasyon hedeflemesi rejimine ters düşmüyor. İkincisi, geçenlerde ABD'nin St. Louis FED Başkanı, FED'in enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmeyi düşündüğünü açıkladı. Üçüncü nedenim ise Greenspan'ın söylediklerinin oldukça ilginç olması.

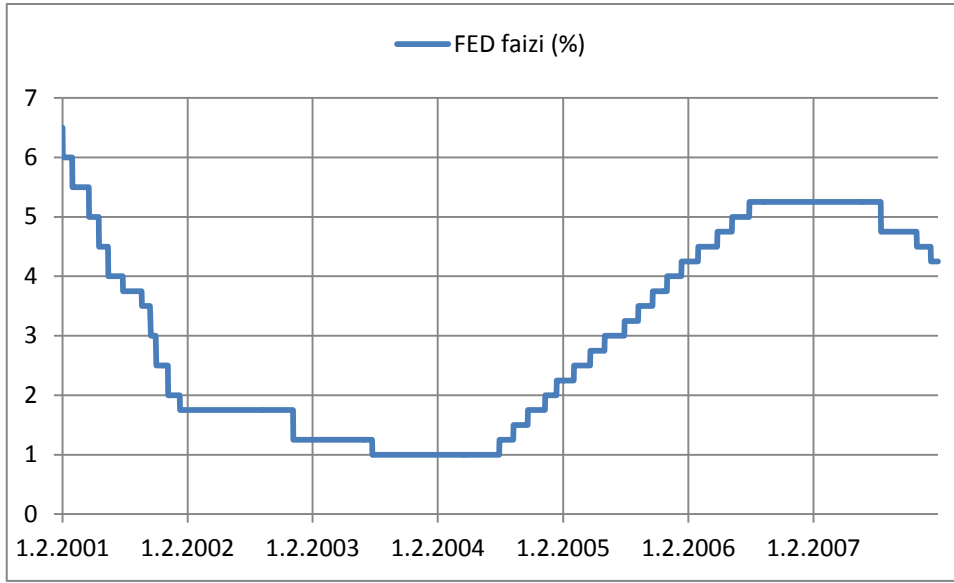
Greenspan'ın Kansas FED'in geleneksel Jackson Hole konferanslarının 2002'de gerçekleştirilmesinde yaptığı konuşmasından bir alıntı: "1990'ların ortalarından itibaren ekonomideki ve finansal piyasalardaki gelişmeleri anlamak çabası politika yapıcıları için özellikle meydan okuyucu bir uğraş oldu... FED, varlık fiyatlarında oluşan balonlara ilişkin bazı sorunlara eğildi... Olaylar geliştikçe, bir balonu belirlemenin ne kadar zor bir iş olduğunu, ancak o balon patlayıp da varlığı böylece kanıtlandıktan sonra bu balonun saptanabildiğini fark ettik. Dahası, önceden belirlenebilseler bile, hep kaçındığımız bir keskin ekonomik daralmaya yol açmadan bu balonun büyümesinin engellenebileceği hiç açık değildi." (Greenspan, 2002).

Altı yıl sonra, tam olarak 23Ekim 2008'de, yani küresel finansal krizin en şiddetli şekilde yaşandığı dönemde, Greenspan ABD Kongresi'nde "tanıklık" için bulunuyor. Bakın krizi nasıl yorumluyor: "Yüzyılda bir gerçekleşecek bir kredi tusunamisinin ortasındayız... Kredi veren kurumların, kendi çıkarları için, hissedarlarının hisselerini de koruyacaklarını düşünenler şoktalar (özellikle de ben). İnanamıyoruz." (Greenspan, 2008).

Küresel kriz sonrasında, küresel krizden önce uygulanan para politikalarına gelen temel eleştiri, basite indirgemek pahasına, "fiyat istikrarına odaklanıp finansal piyasalarda

oluşan balonlara karşı bir şey yapmamak" biçiminde özetlenebilir. Merkez bankaları elbette varlık fiyatlarındaki balonların tehlikelerinin farkındaydılar. Ancak genel kanı Greenspan'den yaptığım ilk alıntıda gibiydi: "Balonları saptamak çok zor, saptanabilseler bile büyük bir hasar doğurmadan onları patlatmak güç." Ek olarak finansal piyasalardaki "akılcı" bireylerin iktisadi temellerden ayırt edemedikleri için balon olarak görmedikleri fiyat hareketlerini, bürokratların nasıl olup da fark edecekleri sorgulanıyordu. Bu görüşün tipik bir örneği yine Greenspan'ın az önce sözünü ettiğim 2002 konuşmasında var: "Uzun süren ekonomik gelişme dönemleri risk almak için daha fazla **akılcı** istek uyandırır" (akılcı sözcüğündeki vurgu orijinal metinde var).

Grafik 1. FED faizi: 1 Ocak 2001 - 31 Aralık 2007 (%).



Kaynak: FED.

FED, bu görüşler çerçevesinde, uzun dönem politika faizini çok düşük bir düzeyde tutmakla eleştiriliyor. Grafik 1'de Ocak 2001'den 2007 sonuna kadar FED faizinin değişimi gösteriliyor. 2003 ortasına kadar faiz düşürülüyor, sonra da 2004 sonuna kadar düşük bir düzeyde sabit tutuluyor. Bu politikanın risk almayı tetiklediğini ve kredi arzında hızlı bir artışa yol açtığını belirten çok sayıda çalışma var.³ Grafik 2'de aynı dönemde ABD'de konut fiyatlarının gelişimi yer alıyor. Konut fiyatlarındaki hızlı artışa dikkat. Bu artışın bir balon oluşturduğu küresel krizle birlikte açık biçimde ortaya çıktı. Bu balonun patlamasıyla birlikte yaşanan sorunların hâlâ içinden çıkılmıyış değil.

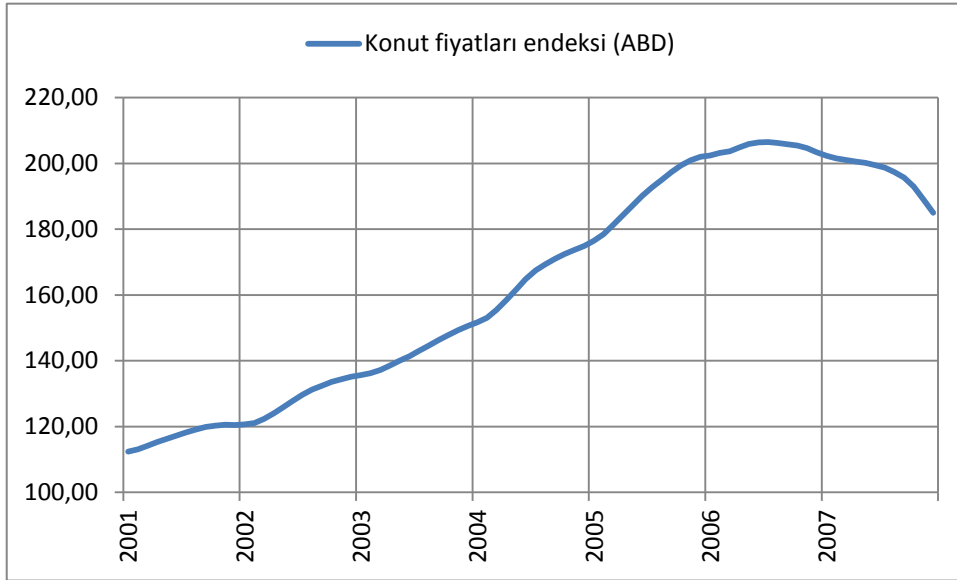
Elbette tüm merkez bankalarının Greenspan'den yaptığım alıntıda gibi düşündüklerini iddia etmiyorum. Kaldı ki deneysel iktisat alanında yapılan çalışmalar, insanların çoğu durumda akılcı biçimde davranmadıkları yönünde çok sayıda bulguya ulaşıyorlar.⁴ Bu çalışmalardan merkez bankalarındaki iktisatçıların da –en azından bir kısmının, haberdar olduklarını kabul etmek gerekiyor. Bu yazı açısından önemli olan, küresel krizle birlikte, para politikasının varlık fiyatlarında oluşan balonları da dikkate alacak şekilde yeniden tasarlanması gereğinin açıkça ortaya çıkması.

³ Bu tartışmalar için Dell'ariccia, Laeven ve Marquez (2010) ile orada yer alan referanslara bakılabilir.

⁴ Bazı örnekler için Akerlof ve Shiller (2009)'a bakılabilir.

Söylenen şu: Ekonomiler hızla büyürken risk alma iştahı da fazla oluyor. Bu, kimi durumlarda aşırı risk almaya dönüşüyor. Ama ekonomiler kesintisiz büyümüyorlar. Piyasa ekonomilerinde gayri safi yurtiçi hasıla ortalama bir büyüme oranının etrafında önemli dalgalanmalar gösterebiliyor. Farklı bir ifadeyle, hızlı büyüme dönemi bir süre sonra yerini düşük büyüme, belki de durgunluk dönemine, o da yerini tekrar hızlı büyüme dönemine bırakıyor. Yavaş büyüme ya da küçülme dönemlerinde borçluların aldıkları borçları ödemeleri zorlaşıyor. Mesela şirketlerin sattıkları mal ve hizmet miktarı azalıp nakit akımları kötüleşiyor; borçlarını ödemekte zorlanıyorlar. Aynı süreçte işsizliğin artması, tüketici kredilerinin ödenmesinde de sorunlar yaşanmasına yol açıyor. Bu nedenle, hızlı büyüme dönemlerinde aşırı risk alınmasını engelleyici (makro-sakıngan) düzenlemelere gidilmesinin yerinde olacağı düşünülüyor. Elbette tersi de geçerli. İzleyen bölümde bu tür bir enflasyon hedeflemesinin nasıl yapılabileceğini ele alıyorum.

Grafik 2. ABD'de konut fiyatları endeksi: Ocak 2001 - Aralık 2007
(mevsimlik hareketlerinden arındırılmış Standard & Poor's Case-Shiller endeksi, on eyalet).



Kaynak:

http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/indices_csmahp/0,0,0,0,0,0,0,0,0,1,1,0,0,0,0,0.html

III. YENİ ARAYIŞLAR

Yeni bir para politikası rejimi arayışı yaygın. Bu çerçevede enflasyon hedeflemesinden vazgeçilmesini savunanlar var (mesela Leijonhufvud, 2008). Tersine de geçerli. Enflasyon hedeflemesi rejiminin finansal istikrarı da gözetecek biçimde nasıl uyarlanabileceğine dair ciddi çalışmalar boy göstermeye başladı (mesela Woodford, 2011). Bu çalışmaların bir kısmı, klasik enflasyon hedeflemesi modeline finansal durumu yansıtan bir değişken eklendiğinde faiz tepki denkleminin nasıl değişeceği ile ilgililer. Çoğu, birinci bölümde verilen modelde olduğu gibi tek bir politika aracına –politika faizine– yer veriyor.⁵ Bu çalışmalar oldukça teknik; ben yine basit bir çerçevede kalacağım. Birinci bölümde

⁵ Woodford (2011) de böyle.

verdiğim modeli finansal istikrarı da dikkate alacak şekilde geliştireceğim. Ayrıca ikinci bir politika aracının kullanıldığı durumu da inceleyeceğim.

“Her derde deva” türünden tek bir değişkenin finansal istikrarsızlığı yansıttığını kabul ediyorum. Kredi genişlemesini akla getirsin diye bu değişkeni “K” simgesi ile gösteriyorum. K artarken finansal istikrarsızlık da artıyor. Finansal istikrarın bir de “normal” düzeyi olsun; K_n . Merkez bankasının amaç fonksiyonuna üçüncü bir “açık” daha ekliyorum. Artık herhangi bir dönemdeki finansal istikrar ile finansal istikrarın doğal düzeyi arasındaki fark (finansal açık) da amaç fonksiyonunda:

$$L_t = \frac{1}{2}(\pi_t - \pi^h)^2 + \frac{1}{2}\lambda_1(Y_t - Y_n)^2 + \frac{1}{2}\lambda_2(K_t - K_n)^2 \quad (6)$$

Enflasyona kıyasla çıktı açığına verilen önemi λ_1 , finansal açığa verilen önemi ise λ_2 gösteriyor.

Üretim düzeyi doğal üretim düzeyinin üzerine çıktıkça finansal istikrarsızlık da artıyor; çıktı açığı ile K arasında aynı yönlü ve doğrusal bir ilişki olduğunu kabul ediyorum. Ayrıca finansal istikrarın t dönemindeki durumu bir dönem önceki durumu ile bağlantılı:

$$K_t = K_{t-1} + \beta_1\sigma(Y_{t-1} - Y_n) \quad (7)$$

Denklemden yer alan σ değişkeni bir çeşit makro-sakıngan (makro-ihiyati) politika değişkeni ($0 < \sigma \leq 1$). Merkez bankası finansal sektörde frene basılması gerektiğini düşünüyorsa σ 'nın değerini azaltıyor.

K değişkeni finansal istikrarsızlık göstergesi olduğuna göre, hızlı büyüme dönemlerinde finansal istikrarsızlığın da arttığını düşünerek (2) numaralı IS denklemini aşağıdaki gibi yenileyebilirim:

$$x_t = Y_t - Y_n = -\beta_2(r_{t-1} - r_n) + \beta_3(Q_{t-1} - Q_n) + \beta_5(K_t - K_n) \quad (8)$$

Reel kur (3 numaralı) ve Phillips (4 numaralı) denklemlerinde bir değişiklik yok. Yeni model, dolayısıyla (6) numaralı amaç fonksiyonu ile (3), (4), (7) ve (8) kısıtlarından oluşuyor. Bu optimizasyon modelinin çözümünden aşağıdaki tepki fonksiyonu elde ediliyor:

$$r_t = r_n + \beta_3\beta_4B(r_t^* - r_n^*) + B(\beta_5 + \sigma\beta_1\lambda_2A_1^{-1})(K_t - K_n) + \alpha BA_1^{-1}(\pi_t - \pi^h) + [B(\beta_5 + \sigma\beta_1\lambda_2A_1^{-1})\sigma\beta_1 + B\alpha^2A_1^{-1}](Y_t - Y_n) \quad (9)$$

Denklemden $A_1 = (A + \sigma^2\beta_1\lambda_2) > 0$.

Modelin kurgusundan bekleneceği gibi artık enflasyon açığına ve çıktı açığına klasik modelden daha farklı tepki veriliyor. Enflasyona verilen tepki klasik enflasyon hedeflemesinde enflasyona verileden daha az: $\alpha B/A_1 < \alpha B/A$. Çıktı açığına verilen tepkinin göreceli büyüklüğü modeldeki parametre değerlerine bağlı. Aşağıdaki tartışma açısından daha önemlisi, makro-sakıngan politika değişkeni (σ) ile politika faizi (r) arasında aynı yönlü bir ilişki var. Makro-sakıngan önlemler arttıkça σ azalıyordu. Bu durumda, politika faizini artırmak yerine σ 'yı daha düşük bir değere indirmek ya da politika faizini düşürmek yerine σ 'yı daha yüksek bir değere yükseltmek de artık bir politika alternatifi. Elbette bir bileşim de seçilebilir.

IV. POLİTİKA FAİZİ AKTARIM KANALI

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanıyorsa dikkat edilmesi gereken ilk nokta şu: Yukarıda verdiğim tepki denklemleri (5 ve 9) çerçevesinde, merkez bankasının belirlediği politika faizinin bir işe yaraması için, aktarma mekanizmasının çalışıyor olması gerekiyor. Farklı bir ifadeyle, politika faizinin klasik enflasyon hedeflemesi modelinde yer alan (2) numaralı IS denklemindeki üretimi ve (3) numaralı reel kur denklemindeki reel kuru etkilemesi lazım. Aynı gereklilik ikinci modeldeki (8) numaralı IS denklemi için de geçerli. Bu basit modellerde tek bir faiz haddi vardı, o da kısa vadeli politika faiziydi. Oysa gerçek hayatta talebin düzeyini, dolayısıyla üretimi etkileyen faizler, mevduat ve kredi faizi gibi daha uzun vadeli faizler. Bürokratların belirlediği politika faizinin daha uzun vadeli faizleri etkilemesi için, her şeyden önce, bankaların kendi aralarında kısa vadeli fon alıp sattıkları piyasadaki faizi etkilemesi gerekiyor. Bu faizi 'kısa vadeli piyasa faizi' ya da kısaca 'piyasa faizi' olarak adlandıracağım. Dolayısıyla, politika faizinden kısa vadeli piyasa faizine oradan da talebi etkileyen uzun vadeli faizlere bir geçişkenlik olması gerekiyor.

Enflasyon hedeflemesi rejimlerinde altının çizilmesi gereken ikinci nokta ise kısa vadeli piyasa faizinin politika faizine yakın bir yerde oluşması gerektiği. Her ikisi de çok kısa vadeli (gecelik, ya da haftalık) faizler olduklarına göre aralarında önemli bir fark olmamalı. Yoksa yukarıda anlatılan onca modelleme çabasının, bu arada pratikte kullanılan çok daha gelişmiş modellere dayanan çabaların bir anlamı kalmaz. Merkez bankaları piyasa faizinin politika faizine yakın bir yerde oluşmasını koridor şeklinde bir faiz sistemi kullanarak sağlıyorlar.

Koridor sistemi şöyle çalışıyor: Merkez bankası bir borç verme, bir de borç alma faiz oranı açıklıyor. Koridorun üst sınırını belirleyen merkez bankasının borç verme faiz oranı, geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranı oluyor. Koridorun alt sınırını belirleyen merkez bankasının borç alma faiz oranı ise, geçici likidite fazlası olan bir bankanın, merkez bankasına bu fonu mevduat şeklinde yatırması halinde almayı kabul ettiği faiz oranı. Bunların dışında bir de politika faizi var. 20 Mayıs 2010'a kadar TCMB'nin politika faizi ile borç alma faizi (koridorun alt sınırı) aynıydı. Bu tarihten sonra (2011 ortasına kadar? 2011 sonuna kadar?) merkez bankasının haftalık vadede bankalara borç verme faizi (repo faizi) politika faizi oldu. Politika faizi koridorun içinde kalacak biçimde belirleniyor.

Piyasa faizinin koridorun içinde kalmasını sağlayan mekanizma şöyle: Fon fazlası olan bir B bankasının, merkez bankasının ilan ettiği borç alma faiz oranından daha düşük bir faiz oranında fon ihtiyacı olan A bankasına borç vermesi mantıklı değil. Bunun yerine parasını merkez bankasına satar. Benzer biçimde, fon açığı olan A bankasının, merkez bankasının ilan ettiği borç verme faiz oranından daha yüksek bir faiz oranından, fon fazlası olan B bankasından borç almasının da anlamı yok. Bunun yerine merkez bankasına başvurur ve ondan koridorun üst sınırından borç alır. Dolayısıyla, bu sistemde piyasa faizi merkez bankasınca belirlenen koridorun içinde kalıyor. Bunu sağlayan olgu, merkez bankasının üst sınırdan borç vermeye, alt sınırdan da borç almaya hazır olması (teminat sorunlarını göz ardı ediyorum). Enflasyon hedeflemesinde, piyasa faizinin bu işlemler sonucunda politika faizinin civarında oluşması gerekiyor.

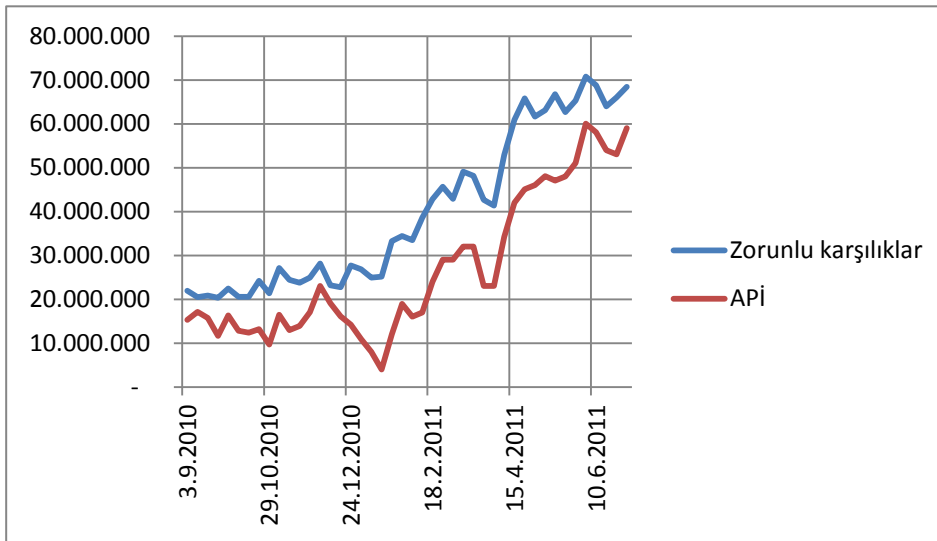
Vurgulamak istediğim üçüncü nokta finansal istikrarı da gözetken enflasyon hedeflemesi için. Buraya kadar belirtilenler hem klasik enflasyon hedeflemesi için geçerli hem de

finansal istikrarı da gözetilen enflasyon hedeflemesi için. Bu ikinci tip –yeni– enflasyon hedeflemesinde bir zorunluluk daha ortaya çıkıyor: Makro-sakıngan politika aracı ile politika faizi aracının birlikte kullanılmalılarının yararı ancak bu araçların “birbirlerinin ayaklarına dolanmamaları” ile sağlanabilir. Kullanılan makro-sakıngan araç, politika faizinin ekonomiyi istenilen yönde etkilemesini zorlaştırıyor hatta nerdeyse olanaksız hale getiriyorsa, böyle bir uygulamadan arzu edilen sonucun elde edilmesi zorlaşıyor. İzleyen bölümde Türkiye'nin 2010'un sonundan itibaren uyguladığı para politikasından bir örnek vererek, bu “ayağa dolanma” sorununu açmaya çalışacağım.

V. TÜRKİYE İÇİN NASIL BİR KURUMSAL DÜZENLEME GEREKİYOR?

“Ayağa dolanmanın” tipik bir örneği Türkiye’de Ekim 2010 – Haziran 2011 döneminde yaşandı. TCMB bir makro-sakıngan politika aracı olarak zorunlu karşılık oranlarını peşi sıra artırdı. Amaç, hızlı kredi genişlemesinden kaynaklanan finansal istikrarsızlık riskini azaltmaktı. O politika bir açmazla karşılaştı. Bu açmaz Özatay (2011b)'de ayrıntılı biçimde tartışılıyor. Açmazı anlamak için ilk akılda tutulması gereken nokta, Türkiye’de mevduatın ortalama vadesinin çok düşük olması (o dönemde 50 gün dolaylarındaydı). Zorunlu karşılık oranını artırarak eskisine kıyasla bankalardaki mevduatın daha çoğuna el koymuş oluyor TCMB. Dolayısıyla bankaların eskisine kıyasla daha az kredi açacaklarını umuyor. İkinci akılda tutulması gereken nokta şu: Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde belirlediği politika faizinin bir anlamı olması için, piyasada belirlenen kısa vadeli faizin politika faizine yakın bir yerde oluşması gerekiyor. Bu gereği yerine getirebilmek için, TCMB, bankaların talep ettikleri kısa vadeli parayı bankalara (borç) vermek zorunda. Üçüncü olarak şu sorunun yanıtına dikkat etmek gerekiyor: Peki, bankalar zorunlu karşılık oranının artmasıyla kaybettikleri mevduatı, kredilerini azaltmamak için TCMB’den borçlanarak telafi ederler mi? Kredi arzına aynen devam etmek isterlerse, sorunun yanıtı “evet” şeklinde. Yani, TCMB bir eliyle (zorunlu karşılıkları yükselterek) bankalardan aldığı parayı, diğer eliyle (kısa vadeli para satarak) bankalara geri vermek zorunda kalır. Elbette piyasa faizinin politika faizi civarında oluşmasını istiyorsa.

Grafik 3. Zorunlu karşılıklar ve bankaların TCMB’den aldıkları net borç miktarı (APİ): 3 Eylül 2010 – 1 Temmuz 2011 (milyar lira, haftalık veriler).



Kaynak: TCMB.

Uygulamada aynen böyle oldu. Grafik 3'te bankaların TCMB'de tutmak zorunda oldukları "zorunlu karşılıklar" ile TCMB'nin piyasa faizini politika faizine yakın bir yerde tutmak için bankalara vermek zorunda olduğu borç paranın (APİ) 3 Eylül 2010- 1 Temmuz 2011 dönemindeki günlük hareketleri gösteriliyor. Açık biçimde bu iki değişken paralel hareket etmişler. Farklı bir ifadeyle, "birbirlerinin ayaklarına dolaşmışlar"; birinin etkisini öteki telafi etmiş, tıpkı Newton'un üçüncü hareket yasasında olduğu gibi: "Etki kuvveti = ters yönde tepki kuvveti". Kredi arzındaki eğilimin -bu tartışmadan bekleneceği gibi- kabaca Temmuz 2011'e kadar değişmediğini de belirteyim. Kanıtı TCMB'nin çeşitli sunumlarında var.⁶

Finansal istikrarı da gözetilen bir para politikası uygulanmak isteniyorsa bu açmazdan iki yolla kurtulmak mümkün. Birincisi, enflasyon hedeflemesi rejiminde kalarak, "doğru", yani politika faizinin ayağına dolaşmayacak makro-sakıngan politika aracını bulup, onu kullanarak bu rejimi güçlendirmek. İkincisi, finansal istikrara odaklanıp, fiyat istikrarını arka plana itmek. Farklı bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesinden vazgeçmek ya da onu bir süreliğine askıya almak. İkinci yolun tercih edildiği kamuoyuna açıklanmıyorsa bile uygulamada verilen sinyallerden bunu anlamak mümkün: En belirgin sinyal şu: Makro-sakıngan politika aracının etkisini artırmak için politika faizinin etkisinin azalmasına razı olunması.

Tablo 2. Kısa vadeli faiz oranları (%)

	TCMB	TCMB	Repo	Piyasa	
	borç verme	borç alma		Ortalama	Standart sapma
4.1.2010-17.5.2010	6.5	9	-	6.5	0.02
20.5.2010-16.9.2010	6.5	9	7	6.6	0.11
17.9.2010-14.10.2010	6.25	8.75	7	6.92	0.21
15.10.2010-11.11.2010	5.75	8.75	7	6.93	0.36
12.11.2010-16.12.2010	1.75	8.75	7	6.49	1.05
17.12.2010-19.1.2011	1.5	9	6.5	6	1.19
20.1.2011-3.8.2011	1.5	9	6.25	6.56	1.35
4.8.2011-19.10.2011	5	9	5.75	6.13	0.64
20.10.2011-(10.1.2012)	5	12.5	5.75	10.66	0.98

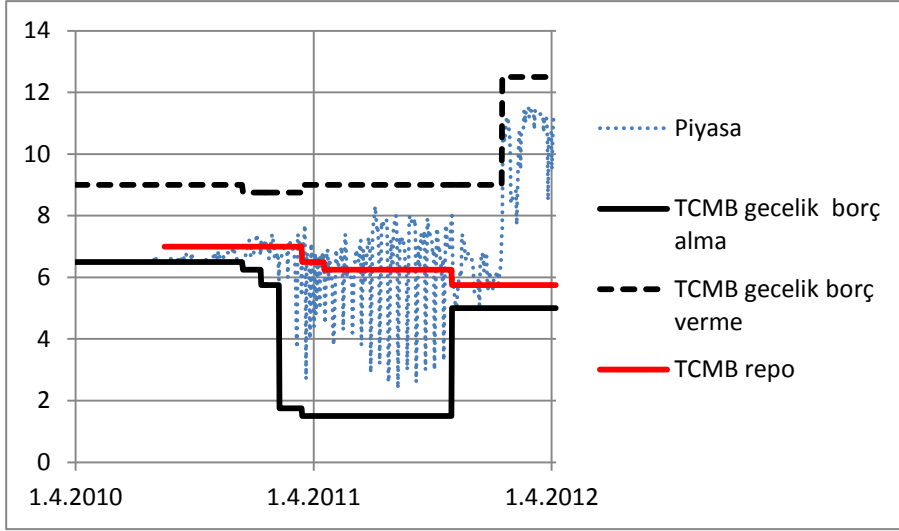
Kaynak: TCMB ve TDM veri tabanı.

TCMB, bir süredir ikinci yolu seçmiş görünüyor. Önce 15 Ekim 2010'da faiz koridorunun alt sınırını oluşturan bankalardan borç alma faizini indirerek faiz koridorunu aşağıya doğru genişletti. 12 Kasım ve 17 Aralık 2010'da alt sınırı belirgin biçimde düşürdü. Üst sınırda ise ufak bir artış oldu. Bu iki tarihte de politika faizi (repo faizi) düşürüldü. 4 Ağustos 2011'e kadar bu koridor ve politika faizi ile gelindi. Bu tarihler arasında piyasada belirlenen faizin önemli ölçüde dalgalanmasına izin verildi. Farklı bir ifadeyle, bunca süre, günlük olarak piyasa faizinin politika faizinden önemli ölçüde sapması sağlandı. Piyasa faizinin ortalaması ise politika faizine yakın bir yerde gerçekleşti (Tablo 2). Tabloda piyasa

⁶ Mesela TCMB, (2011a)'da on bir ve on ikinci yansılar ve TCMB, (2011b)'de beşinci paragraf.

faizinin dalgalanmasını göstermek için verilen standart sapmaları ve ortalamaları, piyasa faizinin koridor içinde dalgalandığına dikkat ederek değerlendirmek gerekiyor. Koridorun alt sınırı açık ki yüzde 0 değil. Grafik 4, bu dalgalanmaların Ekim 2010 ortalarından itibaren artan şiddetini açık biçimde gösteriyor. Grafikte ayrıca hem bu dönemdeki hem de aşağıda kısaca özetleyeceğim 4 Ağustos 2011'den sonraki faiz gelişmeleri yer alıyor.

Grafik 4. Kısa vadeli faiz hadlerinin gelişimi: 4 Ocak 2010 – 10 Ocak 2012 (%).



Kaynak: TCMB ve TDM veri tabanı.

Peki, piyasa faizinin bu ölçüde dalgalanmasına izin verilmesinin nedeni ne? Bu neden, makro-sakıngan politika aracının (TCMB uygulamasında zorunlu karşılık oranlarının artırılması ve koridorun genişletilmesi) etkisinin artırılması değilse, Tablo 2 ve Grafik 4'ü bu yazıya taşıyıp üzerlerinde değerlendirme yapmamın bir anlamı olmazdı. Öyle olmadığını Başçı ve Kara (2011)'den yaptığım şu uzun alıntı gösteriyor:

"TCMB, biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla temel olarak iki ara hedef benimsemiştir: Kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak. Bu doğrultuda, fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilebilmesi amacıyla, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun aktif para politikası araçları olarak kullanılmasına karar verilmiştir (sayfa 12). ...Zorunlu karşılıkların politika aracı olarak etkinliğinin artırılması için... gecelik piyasadaki faiz oynaklığının kontrollü bir şekilde dalgalanmasına ve dolayısıyla faiz koridorunun daha aktif bir politika aracı olarak kullanılmasına olanak tanınmıştır (sayfa 13).

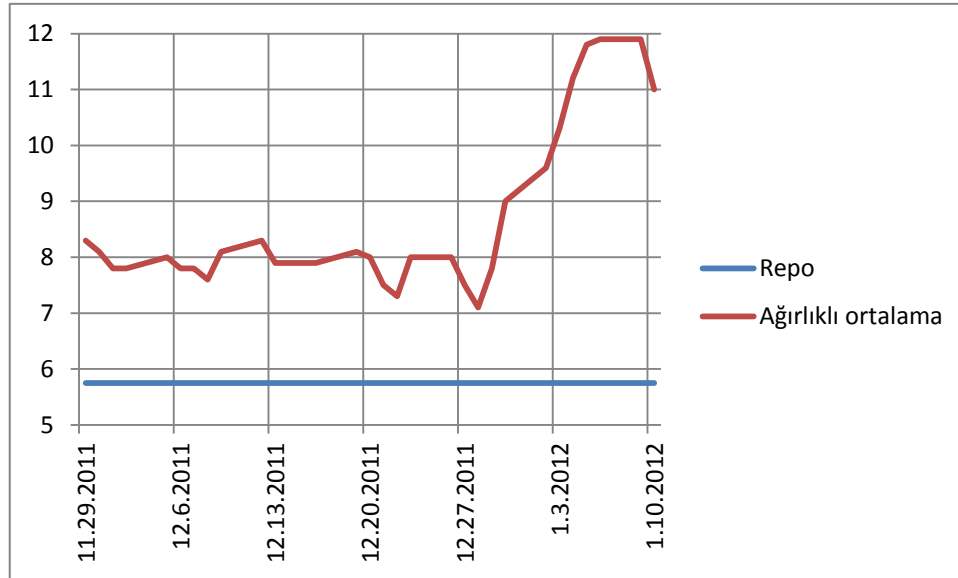
...Normal şartlarda, zorunlu karşılık uygulamasıyla çekilen likiditenin tamamının merkez bankası kaynaklarından karşılandığı varsayımı altında, zorunlu karşılık oranlarındaki artışın kredi davranışı üzerinde önemli bir etkisinin olmaması beklenir... Ancak pratikte durum çok farklı olabilmektedir. Bankalar, zorunlu karşılıkların artırılması yoluyla ortaya çıkan likidite açığının tamamını merkez bankasından borçlanarak sağlamaları durumunda, ortaya çıkan faiz riskini üstlenmek durumunda kalacaktır... Politika faizinin gelecekte izleyeceği seyre dair belirsizliğin yüksek olması durumunda, bankaların kısa vadeli fonlamalarını artırmaları durumunda maruz kaldıkları faiz riski daha da belirgin hale gelebilecektir. Nitekim, TCMB'nin Kasım 2010 döneminden itibaren açık olarak uygulamaya başladığı politika bileşiminde kısa vadeli faizlerin tahmin edilebilirliği

azaltılarak zorunlu karşılıkların faiz riski kanalının güçlendirilmesi de amaçlanmıştır (sayfa 15)."

Amacım TCMB'nin aldığı kararları birebir buraya taşıyıp eleştirmek değil. Derdim başka ve daha önemli; en azından ben öyle olduğunu düşünüyorum. Şu: Para politikası bir ülkenin en önemli makroekonomik politika araçlarından bir tanesi. Bu politikanın günümüz koşullarında nasıl daha sağlıklı yürütülebileceği ile ilgiliyim. TCMB'nin uygulaması, iktisatta bize pek nasip olmayan laboratuvar deneyi yapma şansı verdi: Deney sonuçları, "makro-sakıngan politika aracı kullanacaksanız, bunun politika faizi aracınız ile uyumlu bir makro-sakıngan araç olmasına dikkat edin" diyor. O zaman soru şu: Bu uyum nasıl sağlanacak?

Bu sorunun yanıtı açısından, bu sefer "kısmen" de olsa bir laboratuvar deneyi sonucumuz var. Haziran 2011 içinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) bazı kararlar aldı. Bu kararlar bankaların bazı tip krediler için tutmak zorunda oldukları karşılık miktarı ile ilgiliydi. Bu kararlardan sonra kredi arzı artış hızında belirgin bir azalma gerçekleşti⁷. Az önce "kısmen" dedim. Nedeni şu: Evet, kredi arzının artış hızında bu karardan sonra azalış gerçekleşti. Ama bu kararlardan yaklaşık iki ay sonra Euro Bölgesi oldukça karıştı ve risk alma iştahı azaldı. Dolayısıyla, kredi arzının artış hızındaki yavaşlamanın bir diğer nedeni bu karışıklık olabilir. Kontrollü deney yapamayınca böyle oluyor işte; elde ettiğiniz sonucun tam olarak hangi nedenden kaynaklandığından şüphe ediyorsunuz. Gelin, yine de çok şüpheli olamayalım ve TCMB (2011a)'daki grafiklere, TCMB (2011b)'deki beşinci paragrafa ve banka yöneticilerinin açıklamalarına dayanarak, kredi arzının artış hızındaki yavaşlamada BDDK'nın kararlarının da etkili olduğunu düşünelim.

Grafik 5. TCMB'nin repo faizi ve bankalara verdiği borcun ağırlıklı ortalama faizi (%).



Kaynak: TCMB ve TDM veri tabanı.

⁷ Bu yorum için TCMB, (2011a)'da on bir ve on ikinci yansılar ve TCMB, (2011b)'de beşinci paragrafa bakılabilir.

Böyle düşününce bu bölümün başlığında yer alan soruya net bir yanıt vermek mümkün oluyor: 2002-2010 arasında enflasyonla mücadele açısından genellikle başarılı olduğu belirtilebilecek klasik enflasyon hedeflemesi çerçevesini güçlendirici adımlar atmak gerekiyor. Bunun yolu, enflasyon hedeflemesinin temel politika aracı olan politika faizini zayıflatmaktan geçmiyor. Başka seçenek var: Politika faizi ile uyumlu olacak bir makro-sakingan politika aracı kullanmak. Bunun için de BDDK'daki bazı yetkilerin TCMB'ye geçmesi gerekiyor. Bu gerçekleşmedikçe, TCMB'nin klasik enflasyon hedeflemesi içinde kalması daha yararlı olacak. Elbette ikinci bir seçenek daha akla gelebilir: Bu yetki transferi yapılmadan, BDDK ve TCMB kararlarını ortaklaşa alabilirler. Hangi kurumun önerdiği olacak? Uzlaşma, eğer varılabilirse, ara bir çözümden sağlanırsa ne olacak? İki kurumun eşgüdümünü hükümetler mi sağlayacak. Böyle bir kurumsal çerçevede hem "merkez bankasının bağımsızlığının" hem de BDDK'nın özerkliğinin tehlikeye girmesi söz konusu olabilir. İlk seçenek bu açıdan bir risk taşıyor oysa.

Son olarak da Ağustos 2011'de Avrupa'da işlerin oldukça karışmasıyla TCMB'nin uyguladığı para politikasını kısaca özetlemek istiyorum. Enflasyon hedeflemesinden nasıl uzaklaşıldığını daha da belirginleştiriyor bu uygulama çünkü. Bu dönemde lira hızla değer kaybetmeye başladı. Ek olarak enflasyonda artış sinyalleri geldi. TCMB önce liranın hızlı değer kaybetmesinden rahatsız oldu. Sonra da enflasyondaki artıştan. 4 Ağustos 2011'de borç alma faizi (koridorun alt sınırı) yukarıya çekildi; koridor daraltıldı. 20 Ekim 2011'de ise koridorun üst sınırı çarpıcı biçimde artırıldı. Bu son kararlar politika faizi de 0.25 puan düşürüldü. Yine, piyasada oluşan faizin günlük olarak politika faizinden önemli ölçüde sapmasına izin verildi. Ama bu defa, 20 Ekim 2011'den itibaren piyasa faizinin ortalamasının da önemli ölçüde "politika faizinin" üzerine çıkması sağlandı (Tablo 2).

Bu satırların yazıldığı 10 Ocak 2012'de, koridorun alt sınırı yüzde 5, üst sınırı ise yüzde 12.5'ti. Daha önemlisi "politika faizi (repo faizi)" yüzde 5.75 düzeyindeyken, ortalama piyasa faizi bu dönemde yüzde 10.66 oldu (Grafik5). Politika faizini bilerek tırnak içinde yazdım; bu koşullar altında bu faize tırnak içinde yazmadan politika faizi denilemeyeceği sanırım açık. Zaten TCMB de artık farklı faiz oranlarından bankalara borç veriyor. Bunların ağırlıklı ortalama faizini politika faizi olarak alabiliriz. Burada bir diğer vurgulanması gereken nokta da bu faizin günlük olarak değiştirilebilmesi olanağı. Bu, politika faizinin sürekli değişebileceğini ima ediyor. Bunun ne derece sağlıklı olduğunu tartışmıyorum; ayrı bir inceleme konusu.

VI. SONUÇ

Fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen bir para politikası çerçevesi çizmek mümkün. Bu makalede küresel krizden önce uygulanan (klasik) enflasyon hedeflemesi rejiminin, finansal istikrarı da gözetecek biçimde nasıl yeniden tasarlanabileceği tartışıldı. Bu amaçla basit bir model sundum. Bu modelin elbette geliştirilmesi gerekiyor. Elde edilen sonuçların, klasik enflasyon hedeflemesi modeline eklenen yeni denklemlerde yapılacak değişikliklere karşı ne ölçüde duyarlı oldukları araştırılmalı. Ayrıca, amaç fonksiyonu dışında, finansal istikrarsızlık göstergesini kullandığım denklemlerde bu gösterge doğrusal biçimde yer aldı. Oysa finansal krizler doğrusal biçimde oluşmuyorlar. Modelin bu doğrultuda da yeniden ele alınmasında yarar var.

Tüm bu eleştirilere karşın ulaşılan önemli bir sonuç var: Klasik enflasyon hedeflemesi rejimini güçlendirerek de finansal istikrarı gözetilen bir para politikası izlenebilir. Sürekli enflasyon hedeflemesine vurgu yapmamın basit bir nedeni var: Bu alanda gelişmiş bir

kuram ve zengin deneyim var. Sonuçta bir para politikası uygulanmak zorunda. Denenmiş ve fiyat istikrarını sağlamakta başarılı olmuş bir para politikası finansal istikrarı da gözetecek biçimde yeniden tasarlanabiliyorsa, neden ondan vazgeçelim ki?

EK 1. FİNANSAL İSTİKRARI DA DİKKATE ALAN ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE TEPKİ DENKLEMİNİN ELDE EDİLiŞİ

Modelin gecikme yapısı kolay bir çözüme olanak sağlıyor. Bu dönemde (t) değiştirilen faiz $t+1$ dönemindeki çıktı açığı ve $t+2$ dönemindeki enflasyon açığı ve yine $t+2$ dönemindeki finansal açığı etkiliyor. $t=0$ döneminde değiştirilen politika faizi belirtilen dönemlerden önce belirtilen değişkenler üzerinde etkili değil. Bu durumda $t=0$ 'daki amaç fonksiyonunu aşağıdaki gibi yazmak mümkün:

$$L_0 = \frac{1}{2}(\pi_2 - \pi^h)^2 + \frac{1}{2}\lambda_1(Y_1 - Y_n)^2 + \frac{1}{2}\lambda_2(K_2 - K_n)^2$$

(6)

(4) ve (7) numaralı denklemleri $t=2$ için yazıp (6)'ya yerleştirsem:

$$L_0 = \frac{1}{2}[\pi_1 + \alpha(Y_1 - Y_n) - \pi^h]^2 + \frac{1}{2}\lambda_1(Y_1 - Y_n)^2 + \frac{1}{2}\lambda_2[K_1 - \sigma\beta_1(Y_1 - Y_n) - K_n]^2$$

(6a)

Amaç fonksiyonunu en aza indirmek için $t=1$ dönemindeki üretim düzeyini seçecek merkez bankası. (6a)'nın Y_1 'e göre kısmi türevi alınıp sıfıra eşitlenecek:

$$Y_1 - Y_n = (A + \sigma^2\beta_1\lambda_2)[\alpha(\pi_1 - \pi^h) + \sigma\beta_1\lambda_2(K_1 - K_n)] \quad (10)$$

Bu denklemin sol tarafı (8) numaralı IS denkleminin sol tarafına eşit. Rahat görülsün diye (8)'i $t=1$ için yazıyorum:

$$Y_1 - Y_n = -\beta_2(r_0 - r_n) + \beta_3(Q_0 - Q_n) + \beta_5(K_1 - K_n)$$

(8a)

(10) ve (8a) reel politika faizi için çözülecek. Böylelikle gerekli faiz tepki denklemini elde etmek mümkün olacak. Bu işlemi yaparken hem (8a)'yı hem de (10)'u π_1 , K_1 ve Q_0 'a ilişkin denklemleri yazarak yeniden düzenlemek gerekiyor. Bu işlemi sadece (8a) için yapıyorum. Diğerleri de benzer:

$$Y_1 - Y_n = -\beta_2(r_0 - r_n) - \beta_3\beta_4[(r_0 - r^*) - (r_n - r_n^*)] + \beta_5[K_0 + \sigma\beta_1(Y_0 - Y_n) - K_n]$$

(8b)

Bu yolla metinde yer alan (9) numaralı tepki fonksiyonunun $t=0$ dönemindeki değeri elde ediliyor:

$$r_0 = r_n + \beta_3\beta_4B(r_0^* - r_n^*) + B(\beta_5 + \sigma\beta_1\lambda_2A_1^{-1})(K_0 - K_n) + \alpha BA_1(\pi_0 - \pi^h) + [B(\beta_5 + \sigma\beta_1\lambda_2A_1^{-1})\sigma\beta_1 + B\alpha^2A_1^{-1}](Y_0 - Y_n)$$

(9a)

KAYNAKLAR

- Akerlof, G.A. ve Shiller, R.J., 2009. *Animal Spirits*. Princeton University, Princeton.
- Başçı, E. ve Kara, H., 2011. "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *İktisat, İşletme ve Finans*, 26 (302), 9-25.
- Carlin, W. ve Soskice, D., 2005. "The 3-equation new Keynesian model – a graphical exposition." *Contributions to Macroeconomics*, 5(1), on üçüncü makale.
- Dell'Ariccia, G., Laeven, L. ve Marquez, R., 2010. Monetary Policy, Leverage, and Bank Risk Taking, IMF Working Paper No. 10/276.
- Greenspan, A., 2002. "Opening Remarks", *Rethinking Stabilization Policy* içinde, sf: 1-8, Federal Reserve Bank of Kansas.
- Greenspan, A., 2008. Testimony of Dr. Alan Greenspan, Committee of Government Oversight and Reform: oversight.house.gov/documents/20081023100438.pdf
- Leijonhufvud, A., 2008. Central Banking Doctrine in Light of the Crisis, www.woxEU.org, 13 Mayıs 2008'deki sayfada yer alıyor.
- Özatay, F., 2011a. *Parasal İktisat: Kuram ve Politika*. Efil Yayınevi (ikinci baskı), Ankara.
- Özatay, F., 2011b. "Merkez Bankası'nın Yeni para Politikası: İki Hedef – Üç Ara Hedef – Üç Araç", *İktisat, İşletme ve Finans*, 26 (302), 27-43.
- TCMB, 2011a. Banka Ekonomistleri ile Yapılan Bilgilendirme Toplantısı, 1 Kasım 2011, <http://www.tcmb.gov.tr> adresinden konuşmalar/teknik sunumlar.
- TCMB 2011b. 2012 Yılında Para ve Kur Politikası, <http://www.tcmb.gov.tr> adresinden para politikası/2012.
- Woodford, M., 2011. Inflation Targeting and Financial Stability, mimeo, Columbia University (yazarın internet adresinden indirilebilir: <http://www.columbia.edu/~mw2230/>)