

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ: KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN ÖĞRETTİKLERİ¹

Inflation Targeting Strategy: Lessons from The Global Financial Crisis

Bahar BURTAN DOĞAN², Zeki AKBAKAY³

Geliş Tarihi: 30.06.2016 / Kabul Tarihi: 22.08.2016

Öz

Küresel finansal krizden önceki dönemin en önemli yönü dünya genelinde süren yüksek enflasyon oranlarının düşürülmüş olmasıdır. Bunun ötesinde enflasyon oranlarındaki bu düşüş istikrarlı büyümenin ve finansal istikrarın olduğu bir dönemde yaşanmıştır. Bu yüzden merkez bankası çevreleri ve birçok ekonomist fiyat istikrarının finansal istikrarı sağladığı görüşünü güçlü bir şekilde savunmuşlardır. Ne var ki, enflasyon oranındaki düşüş aynı zamanda son krize zemin hazırlayan finansal piyasalardaki bazı gelişmelerle birlikte yaşanmıştır. Tüm bu gelişmeler fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli olmadığını göstermektedir. Bu çalışma 2007-2009 finansal krizinden sonra enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili düşüncelerimizin nasıl değiştiği ve ne tür dersler çıkardığımızı incelemektedir.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Enflasyon Hedeflemesi, Finansal İstikrar, Finansal Kriz, Makroekonomik Performans

Abstract

The most obvious feature of the period preceded the global financial crisis is the reduction of high inflation rates across the world. Moreover, the reduction of inflation coincided with more stable growth rates and financial stability. Thus, central bank communities and many economists have strongly advocated the view that achieving price stability ensures financial stability. Nevertheless, the decline in inflation was accompanied by profound development in financial markets that set the stage for the current crisis. All of these development show that price stability is not enough for fi-

1 Bu çalışma Doç. Dr. Bahar Burtan Doğan danışmanlığında Zeki Akbakay tarafından hazırlanan ve 2016 yılında Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde kabul edilen "Dünyada ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği" başlıklı doktora tezinden oluşturulmuştur

2 Doç. Dr., Dicle Üniversitesi İİBF, İktisat, baharburtandogan@yahoo.com

3 Dr., MEB, zekiakbakay@gmail.com

nancial stability. This study examines what we have learned and how we changed our thoughts about inflation targeting strategy in the aftermath of the 2007-2009 financial crisis.

Key Words: *Monetary Policy, Inflation Targeting, Financial Stability, Financial Crisis, Macroeconomic Performance*

GİRİŞ

Küresel finansal krizin başladığı Ağustos 2007'ye kadar para politikası stratejisinin temel unsurları ile ilgili merkez bankaları arasında genel bir konsensüsün olduğu görülmektedir. Para politikası sadece düşük enflasyon değil, aynı zamanda düşük enflasyon değişkenliği konusunda oldukça başarılı bir makro ekonomik politika olarak görülmekteydi. 2007-2009 yılları Büyük Depresyon'dan sonra ekonomik daralmanın en yoğun şekilde yaşandığı bir süreç olmakla birlikte, merkez bankacıların ekonomiyi başarılı bir şekilde yönetebileceğine dair güvenin de önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur.

Küresel finansal kriz sonrasında ekonomistler arasında yapılan yorumlardan biri de enflasyon hedeflemesi stratejisinin ne kadar talepkar olduğunun tekrar düşünülmesi gerektiğidir. Bazılarına göre kriz enflasyon hedeflemesinin başarılı bir strateji olduğuna yönelik oluşan konsensüsün ne kadar yanlış olduğunu ortaya koymakta ve karşılaşılan problemlerin temelde fiyat istikrarına aşırı değer veren politikaların başarısızlığından kaynaklandığını ileri sürmektedirler.

Küresel finansal kriz enflasyon hedeflemesi doktrininin en azından bir yönüyle tekrar ele alınması gerektiği hususundaki düşünceleri haklı kılabılır. Zira kriz öncesindeki temel argüman “enflasyon hedeflemesi altında bir merkez bankası, enflasyon hedefini etkilemediği müddetçe para politikasının yürütülmesinde finansal gelişmeleri önemsemesine gerek yoktur” şeklindeydi. Woodford (2010)'e göre bu argüman enflasyon hedefinin tanımlayıcı bir özelliği olmasa da finansal kriz öncesinde enflasyon hedeflemesini savunanlar arasında oldukça yaygın bir yaklaşım olarak görülmektedir.⁴ Dolayısıyla bu argümanın ne kadar savunulabilir olduğu veya enflasyon hedeflemesi ile ne kadar tutarlı olduğunun yeniden tartışılması oldukça önemlidir. Bu bağlamda küresel finansal kriz öncesi ve sonrasında uygulanan parasal politikalar ile enflasyon hedeflemesinin kriz dönemindeki makro ekonomik performansının incelenmesi ve böylece enflasyon hedeflemesine dair düşüncelerin değişip değişmediğinin irdelenmesi gerekir.

4 Michael Woodford, Inflation “Targeting and Financial Stability”, *NBER Working Paper* No. 17967, April 2012, p.2

1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE KÜRESEL FİNANSAL KRİZ

1.1 Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal İstikrar

Finansal istikrar politikasının amacı finansal istikrarı sağlamak ve devam ettirmektir. Finansal istikrar, ödeme sisteminin iyi işlediği, tasarrufların finans ortamına aktarıldığı bir ortam olarak tanımlanabilir. Buiter (2008) finansal istikrarı tanımlayabilen üç faktöre vurgu yapmaktadır.⁵

1. Varlık fiyatlarında balonların olmaması
2. Sistemik istikrar için tehdit olarak görülen, likit olmayan (illiquidit) finansal kurumların ve piyasaların olmaması
3. Sistemik istikrar için bir tehdit olan 'borç ödeme zorlukları yaşayan' finansal kurumların olmaması

Esnek enflasyon hedeflemesi altında para politikasının temel amaçları fiyat istikrarı ve üretim açığı istikrarıdır. Normal şartlar altında para politikasının en uygun enstrümanları politika faiz oranı yanında enflasyon, reel ekonomi ve faiz oranları ile ilgili tahminlerin yayınlanmasından oluşan 'iletişim' elemanlarıdır. Kriz dönemlerinde ise, son finansal krizde gördüğü gibi, özellikle faiz oranının sıfır veya sıfıra yakın olduğu zamanlarda geleneksel olmayan enstrümanlar da kullanılabilir. Bunların içinde sabit oranlı kredileme, uzun dönem faiz oranları ve kısa dönem gelecek faiz oranlarını etkilemek için varlıkların satın alınması ve ulusal parada aşırı değerlenmeleri önlemek veya değer düşüşü gerçekleştirmek için döviz piyasasına müdahale etmek gibi uygulamalar sayılabilir.⁶

Merkez bankası para politikasını yürütürken enflasyon ve reel ekonomiyi etkileyecek tüm ilgili bilgileri kullanır. Bu çerçevede merkez bankası kredi büyümesi, varlık fiyatları, bilançolardaki dengesizlikler, potansiyel varlık fiyatları şişkinlikleri gibi finansal koşulları sadece enflasyon tahminleri ve kaynak kullanımı üzerindeki etkileri açısından hesaba katmalıdır. Bu yüzden finansal koşullar sadece enflasyon ve kaynak kullanımını etkilediği ölçüde faiz oranlarını etkileyebilirler.⁷

Enflasyon hedeflemesi literatüründeki tartışmalardan biri de para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin niteliğidir. Küresel finansal kriz para politikasının yürütülmesinde merkez bankasının finansal istikrarı daha açık bir şekilde amaçları arasında kabul edip etmeyeceği tartışmalarını ön plana çıkarmıştır. Nitekim bazı ekonomistlere göre merkez bankaları faiz oranlarını belirlerken makro ekonomik istikrar ile finansal istikrar arasında oluşabilecek potansiyel trade-off'lara dikkat etmeleri gerektiğini ifade etmektedirler. Bu yaklaşımın temelinde 'fiyat istikrarına tam anlamıyla

5 Willem H. Buiter, "Central Bank and Financial Crises", in. *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Jackson Hole Wyoming, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Politic Symposium, August 21-23, p.505

6 Lars E. O. Svensson, "Inflation Targeting and Financial Stability", Policy Lecture at the CEPR/ESI 14th Annual Conference on *How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?*, Central Bank of Turkey, Izmir, October 28-29, 2010, p.3

7 Lars E O Svensson, "Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis" Speech at the International Research Conference, Mumbai, 12 February 2010. BIS Review 16/2010 p.2

la ulaşmanın bedeli finansal istikrarsızlıktaki artışır' şeklindeki genel bir argüman yatmaktadır. Buna göre gelecek ekonomik görünüm ile ilgili aşırı iyimser beklentiler düşük ve istikrarlı enflasyon şartlarında varlık fiyatlarındaki balonları arttırabilir. Bu yüzden fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli bir şart olamayacağı ve para politikasının ekonomik istikrara yönelik potansiyel riskleri önceden hesaba katarak proaktif bir yaklaşım içinde olması gerektiği ifade edilmektedir. Diğer taraftan bazı ekonomistler enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarına odaklanmaya devam etmesini ama aynı zamanda finansal istikrarı sağlamak için politika yapıcıların makro ihtiyati araçlar kullanabileceklerini ifade etmektedirler.

Kullanılan makro ihtiyati araçların olası bir finansal krizi engellemeye yeterli olup olamayacağı konusu tartışılmaya devam etmektedir. Bazı ekonomistler, makro ihtiyati politika tek başına yeterli olamayacağı için finansal istikrarın sağlanmasında para politikasının daha aktif bir rol oynamasının gerekli olduğunu ileri sürmektedirler. Woodford (2011)'e göre özellikle faiz oranları ile ilgili alınan kararlarda para politikası otoritelerinin finansal istikrarı da hesaba kattığı durumların oldukça yaygın olduğunu ifade etmektedir. Diğer taraftan finansal istikrarın para politikası amaçları arasında yer alması kriz öncesi dönemde geliştirilen 'esnek enflasyon hedeflemesi' kavramının genişletilmiş bir şeklini temsil eder. Bu yüzden para politikası enflasyon istikrarı ile ilgili olarak çeyrek yüzyıllık deneyimleri bir kenara atmadan, kriz ile birlikte ortaya çıkan makul endişeleri de hesaba katmalıdır. Merkez bankası, finansal istikrar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı ve bu yüzden finansal istikrarın kendi sorumlğunun dışında kaldığı argümanından vazgeçtiğinde finansal istikrara yönelik daha iyi sonuçlar alabileceğini kabul etmelidir. Bu yaklaşım aynı zamanda geleneksel istikrar amaçlarına da daha iyi hizmet etmektedir. Bu yüzden merkez bankasının fiyat istikrarı ve üretim açığı istikrarı yanında finansal istikrarı da bir amaç olarak kabul etmesi esnek enflasyon hedeflemesi ile uyumlu olduğu kabul edilmektedir.⁸

Finansal istikrar amacının para politikası amaçları içinde olması gerektiği şeklindeki yaklaşımları kabul etmeyenlere göre para politikası ile finansal politika birbirinden bağımsız ve ayrı politikalardır. Böyle bir ayırımın yapılmasının temelinde finansal istikrar amacının gerçekleştirilmesinde faiz oranlarının etkin bir araç olmayacağına dair inancın var olmasıdır. Para politikasına bu şekilde yaklaşanlar söz konusu bu argümanlarını Tinbergen Prensibi'ne dayandırmaktadırlar. Buna göre bir amacı gerçekleştirmek için sadece bir araç kullanılmalıdır. Eğer merkez bankasının fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi iki amacı varsa Tinbergen Prensibi'nin bir gereği olarak merkez bankaları fiyat istikrarı için faiz oranı ve finansal istikrar için makro ihtiyati enstrümanlar şeklinde iki ayrı enstrüman kullanmak zorundadırlar. Oysa fiyat istikrarının sağlanmasında kullanılan geleneksel faiz oranı finansal istikrarı sağlamayabilir. Örneğin enflasyon hedeflemesi altında eğer negatif bir talep şoku olursa merkez bankası politika faiz oranını düşürmek suretiyle karşılık verecektir. Ama aynı zamanda eğer merkez bankası kredilerdeki aşırı büyümeyi de sınırlandırmak istiyor-

8 Woodford, pp.2-7

sa, talep çokuna karşı düşürdüğü faiz oranı kredi büyüme oranını daha da artıracaktır. Merkez bankasının bu uygulaması doğal olarak fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında bir trade-off ilişkisini gerektirir. Dolayısıyla tek bir enstrüman kullanan bir para politikasının hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı aynı anda sağlaması mümkün olmayacağı ifade edilmektedir.⁹

Parasal ve düzenleyici otoritelerin geniş bir enstrüman setine sahip olduğunu ifade eden Stiglitz (2011)'e göre faiz oranı; kredi, toplam talep ve toplam arzı etkileyen enstrümanlardan sadece biridir. Para politikasının herhangi bir amacı gerçekleştirmek için sadece bir enstrümanı kullanabileceği ve bunu da kurumlardaki sorumluluk alanlarının farklı olmasına bağlayan geleneksel yaklaşımın yanlış olduğuna dikkat çeken Stiglitz (2011) enstrümanların koordine edilmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Her bir kurum tek bir enstrümanla kendi amacını gerçekleştirmeyebilir. Özellikle belirsizlik ortamında tek bir amaç güdülmüş olsa bile genel olarak birden fazla enstrümanın kullanılması gerekmektedir.¹⁰

Svensson'a göre karşı argümanları ileri sürenler para politikası ile finansal-istikrar politikasının birbirinden farklı ve bağımsız politikalar olduğu gerçeğini hesaba katmamaktadırlar. Para politikası ile finansal-istikrar politikası sahip oldukları amaçlar ve enstrümanlar açısından birbirinden ayrılmaktadırlar. Diğer taraftan birçok ülkede para politikası ile maliye politikasında olduğu gibi her bir politikadan farklı kamu otoriteleri sorumlu olmaktadır. Merkez bankası sorumluluğunda olan para politikası fiyat istikrarı ve üretim açığı istikrarı amaçlarını gerçekleştirmek için faiz enstrümanını kullanmaktadır. Buna karşılık birçok ülkede genellikle otoritenin ortak sorumluluğunda olan finansal istikrar politikası finansal istikrarı amaç edinmekte ve mikro-makro ihtiyati enstrümanları kullanmaktadır. Dolayısıyla Svensson'a göre yaratacağı olası bir riskten dolayı para politikası ile finansal istikrar politikasının birbirine karıştırılmaması oldukça önemlidir. Söz konusu risk her iki politika açısından da daha kötü sonuçlar doğurabilir ve politika yapımcıların bu sonuçlardan dolayı hesap verebilirlikleri azalır.¹¹

Fiyat istikrarı ve yüksek istihdam yanında finansal istikrarın üçüncü bir amaç olarak merkez bankası kayıp fonksiyonuna eklenmesinin doğru olmadığını ifade edenlerden biri de Blinder'dir. Blinder (2010), bunu iki nedene bağlamaktadır. Birincisi finansal istikrar değişkeninin ölçülmesindeki zorluklar, ikincisi ise ciddi finansal istikrarsızlık koşulları altında merkez bankasının 'maksimum istihdam' veya 'fiyat istikrarı' amaçlarını takip etmesinin mümkün olmayacağıdır.¹²

9 Piere-Richard Agénor, Pereira da Silva, "Inflation Targeting and Financial Stability : A Perspective From the Developing World", *Inter-American Development Bank*, 2011, pp. xix-xx

10 Joseph E. Stiglitz, *Macroeconomics*, "Monetary Policy and the Crisis", Remark at IMF Makro Conference: *Monetary Policy in the Wake of the Crisis*, Washington, DC, 2011,

11 Lars E.O. Svensson, "Comment on Michael Woodford, Inflation Targeting and Financial Stability", *Sveriges Riksbank Economic Review* 2012:1, pp.33-34

12 Alan S. Blinder, "Commentary: Monetary Policy After the Fall", in. *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, Symposium Jackson Hole, Wyoming, from Aug. 26-28, 2010, p.332

Carney (2009), fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birlikte sağlanamayacağını iki nedene bağlamaktadır. Bunlardan birincisi fiyat istikrarı ile finansal istikrarın farklı zaman ufkuyla sahip olmasıdır. Fiyat istikrarı dinamikleri reel şokları veya politika tepkilerini yansıtırken, finansal şokların tahmin edilebilmesi daha zordur. Finansal bozulmalar zamanla oluşarak beklenenden daha uzun sürebilirler. Bu uyumsuzluktan dolayı, bir amaca uyan politika aksiyonları diğerine zarar verebilir. Diğer ise esneklik ile kredibilite arasında bir trade-off'un oluşmasıdır. Esnek enflasyon hedeflemesi fiyat ve finansal istikrar için farklı zaman ufuklarını bir araya getiren standart bir yaklaşımdır. Ne var ki burada bazı sınırlılıklar söz konusudur. Enflasyon hedeflemesi için zaman çerçevesi daraltılabilir, yalnız söz konusu esnekliğin sık sık kullanılması enflasyon hedeflemesinin başarısı için temel teşkil eden kredibilitiyi zayıflatır. Eğer merkez bankası finansal istikrara doğru bir eğilime girer ve sonuç olarak enflasyon hedefini kaçırırsa hesap verebilirliği azalabilir, kredibilitesi zayıflar ve enflasyon beklentileri çapa olmaktan çıkar.¹³

Finansal istikrarı sağlamada sunduğu ek araçlardan dolayı, makro ihtiyati politikanın varlığı aynı zamanda para politikasının kredibilitesini ve şeffaflığını da arttırmaya yardımcı olabilir. Kredibilitesi yüksek bir para politikası ise finansal istikrar üzerinde yaratacağı ters etkileri kontrol altına almada makro ihtiyati politikanın önlem alma ihtiyacını azalttığı için bir anlamda makro ihtiyati politikanın amaçlarına ulaşmasına yardımcı olmaktadır. Yalnız para politikası ile makro ihtiyati politikanın işbirliğinden bir sinerjinin çıkabilmesi için Claessens vd. (2013) her iki politikanın aynı kurum, yani merkez bankası tarafından yürütülmesi gerektiğini ileri sürmektedirler. Bununla birlikte, tek kuruma tahsis edilen ikili amaçtan kaynaklanan riskleri azaltmak için her iki politikanın fonksiyonları arasındaki kurumsal çerçevenin birbirinden iyice ayrılmasına, karar alma süreci, hesap verebilirlik ve iletişim yapılarının birbirinden ayrı olması gibi bazı önlemlerin alınmasına ihtiyaç vardır.¹⁴

Agenor and da Silva (2013) makro ekonomik ve finansal istikrarı etkilemede makro ihtiyati politika ile para politikasının birbirinin alternatifi değil, tersine birbirini tamamlayan politikalar olarak görülmesi gerektiğini vurgulamaktadırlar. Makro ihtiyati araçlar çoğu zaman patlamaları kontrol altına almakta ve çöküntülerin yıkıcı sonuçlarını sınırlandırmaktadır. Geleneksel para politikası araçları ile makro ihtiyati politika araçlarının koordineli bir şekilde kullanılmasını Agenor and da Silva (2013) 'bütünleşmiş enflasyon hedeflemesi'(integrated inflation targeting) olarak ifade etmektedirler. Esnek bir para politikası rejimi olarak bütünleşmiş enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının amaç fonksiyonuna finansal istikrarı açık bir şekilde dahil ettiği, politika faiz oranının aşırı kredi genişlemesine karşı doğrudan kullanıldığı, makro ekonomik ve finansal istikrarı sağlamak için para politikası ile makro ihtiyati politikanın ortak bir şekilde kullanıldığı bir politika çerçevesi olarak tanımlanmaktadır.¹⁵

13 Mark J. Carney, "Comentary: Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity", in. *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Jackson Hole, Wyoming, August 2009, pp.302-304

14 Stijn Claessens vd., "The Interaction Between Monetary and Makroprudential Policies", Approved By Olivier Blanchard and José Viñals, IMF, 2013, pp.21-22

15 Agénor and da Silva, p.81

1.2 Enflasyon Hedeflemesinin 2007-2008 Finansal Krizindeki Rolü

Global finansal kriz öncesinde enflasyon hedeflemesi dünyada defacto bir şekilde standart para politikası çerçevesi olarak kabul edilmiştir. Dünyada gelişen ve gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesi giderek daha çok taraftar toplamayı sürdürmüş ve hatta katı anlamda enflasyon hedefleyici olarak tanımlanamayan Avrupa Merkez Bankası (ECB) ile ABD Merkez Bankası (FED) bile para politikası stratejisini fiyat istikrarı çerçevesinde belirlemiştir. Global finansal kriz enflasyon hedeflemesinin en iyi para politikası uygulaması olduğu yönündeki konsensüsü bir anlamda tartışmaya açmıştır.

Finansal krizin bir sonucu olarak, enflasyon hedeflemesi ve buna bağlı olarak fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olduğu para politikası stratejilerinin geçerliliğini yitirdiği ileri sürülmektedir. Böyle bir yargının temelinde yatan argümanlardan biri şöyledir: Enflasyon istikrarına aşırı bir ağırlık vermek suretiyle merkez bankası, genişlemeci bir para politikasının kredi büyümesi ve varlık fiyatlarını aşırı derecede arttıracacağı gerçeğini göz ardı etmektedir. Bu argümanı ileri sürenlere göre finansal kriz kısmen de olsa bir para politikası hatası olarak görülmektedir.¹⁶ Buna göre varlık fiyatlarındaki balonlar büyürken merkez bankası sıkı bir para politikası izleyerek proaktif bir yaklaşım içinde olmalıdır. Diğer bir ifade ile merkez bankası 'rüzgara karşı durma' (lean against the wind)¹⁷ yöntemine başvurmalıdır.¹⁸

Para politikası ile kriz arasında bir bağlantı kurmaya çalışan bazı ekonomistlere göre 2001'den sonra FED tarafından uygulanan aşırı gevşek para politikası ABD'de konut fiyatlarında şişmeye neden olmuştur. Bu durumun finansal krizin en önemli nedenleri arasında olduğu ifade edilmektedir. Her ne kadar para politikası düşük ve istikrarlı bir enflasyonun sağlanmasında başarılı olmuşsa da varlık fiyatlarındaki patlama ve çöküntüyü (boom and bust) de teşvik eden temel etmenler arasında olduğu ileri sürülmektedir. Buna göre düşük faiz oranları daha fazla risk almayı (risk taking) ve getiri peşinde koşma (search for yield) eğilimini artırır. Bu argüman kısmen son krizin nedenlerine ışık tutan bir faktör olarak görülmektedir. Büyük İyileşme (Great Moderation) ile ilişkilendirilen düşük faiz ve düşük enflasyon oranlarının gelişmiş ülkelerde risk alma eğilimini (düşük getirili ve güvenilir varlıklardan daha yüksek riskli varlıklara geçiş) yükseltmesi varlık fiyatlarının şişmesine neden olmuştur.¹⁹

16 Stefan Gerlach, "Is Inflation Targeting Passé?" İn. (Eds), Lucrezia Reichlin and Richard Baldwin (Ed), *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2013, p.37

17 Rüzgara karşı durma (leaning against the wind), merkez bankasının finansal istikrarı tehdit eden kredi büyümesi ve varlık fiyatlarındaki artışı önlemek amacıyla enflasyon ve istihdam istikrarı için yeterli düzeyde olan faiz oranını daha da arttırma eğilimi olarak ifade edilebilir. Rüzgara karşı durma düşüncesi iki varsayımına dayanmaktadır: 1. Makro ihtiyati enstrümanlar veya politikalar etkin olamazlar. 2. Yüksek faiz oranı finansal istikrarı tehlikeye sokan değişkenler üzerinde negatif etki yapar. Lars E.O. Svensson, "Inflation Targeting and Leaning against the Wind", *International Journal of Central Banking*, Vol. 10 No. 2, June 2014, p.104

18 Ben S. Bernanke, "Monetary Policy and the Housing Bubble", Speech at Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3, 2010, p.2

19 Agénor and Pereira da Silva, p.7

Krizin nedenleri arasında ABD’de faiz oranlarının 2001-2005 yılları arasında oldukça düşük olmasına bağlayan ve bu durumdan para politikasının sorumlu olduğunu ileri sürenlerden biri olarak Taylor (2010)’e göre, uzun süren düşük faiz politikası kredilerde aşırı büyüme ve konut fiyatlarında artışa neden olmuştur. Düşük faiz oranlarının konutlaşmada yarattığı patlama, konutlaşmanın finansmanında önemli riskleri de beraberinde getirmiş ve sonuç olarak birçok finansal kurumun bilançolarında şiddetli bozulmalara ve ani iflaslara neden olmuştur. Dolayısıyla gevşek para politikası finansal istikrarsızlığa ve buna bağlı olarak büyüme ve makro ekonomik istikrar üzerinde negatif etkiler yapmıştır.²⁰

Svensson (2010) finansal krizin nedenlerini para politikası dışındaki diğer faktörlerle ilişkilendirmektedir. Bu faktörler makro koşullar (macro conditions), finansal piyasalardaki çarpık teşvikler (distorted incentives), denetim ve kontrol sistemindeki yetersizlikler (regulatory and supervisory failures), enformasyon problemleri (information problems) ve ABD konut edindirme politikasının düşük gelirli konut sahiplerini desteklemesi gibi özel koşullar (specific circumstances) olarak sayılmaktadır. Bu anlamda global dengesizlikler, istikrarlı büyüme ve düşük enflasyonun uzun süre devam etmiş olmasına bağlı olarak risklerin hafife alınması, yeterli bir denetim ve kontrol mekanizmasının olmayışı yaşanan enformasyon problemlerinin risklerin yanlış değerlendirilmesine neden olmuştur. Svensson (2010)’a göre finansal krize neden olan bu faktörlerden hiç biri para politikası ile ilgili değildir.²¹

Para politikasının etkinliğini yeniden değerlendirmede son finansal krizin odak olarak kullanılmasını McCallum (2011) uygun görmemektedir. Bu anlamda krizin temel nedenini 2003-2005 yılları arasında gereksiz bir şekilde uygulanan genişlemeci para politikasına bağlayan John Taylor’un argümanını, hedef enflasyon oranındaki bir artışla desteklemediği için kabul etmemektedir. Svensson’un ifade ettiği gibi, krizin temel nedenlerinin para politikası ile alakalı olmadığını ileri süren McCallum (2011) krize uygun bir tepki vermek için para politikası amaçlarında bir değişikliğe gidilmesini mantıktan yoksun bir yaklaşım olarak değerlendirmektedir.²²

Bernanke(2010)’göre her ne kadar konut fiyatlarındaki artış ile faiz oranlarındaki düşüş hemen hemen aynı döneme denk gelmiş olsa da, uluslararası karşılaştırmalar konut fiyatlarındaki artış ile para politikaları arasında önemli bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. 1998-2005 yılları arasında konut fiyatları sadece ABD’de değil aynı zamanda diğer birçok gelişmiş ülkede de önemli bir artış göstermiştir. Eğer para politikası ABD’de konut fiyatlarındaki artışın önemli bir kaynağı olmuş olsaydı, daha gevşek para politikası uygulamış olan diğer gelişmiş ülkelerde konut fiyatlarındaki artışın daha fazla olması gerekirdi. Oysa diğer ülkelerde böyle bir durumun söz konusu olmadığı görülmüştür. Konut piyasasına yoğun girişlerin yaşanmasında etkili olan dü-

20 John B. Taylor, “Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June 2010, p.167

21 Lars E.O Svensson, “Inflation Targeting and Financial Stability.”... p.2

22 Bennett T. McCallum, “Should Central Banks Raise Their Inflation Targets?”, *Economic Quarterly*, Volume 97, Number 2, Second Quarter 2011, p.123

şük başlangıç ödemelerinin nedeninin kısa dönem faiz oranları değil, uygulanan ipotek (mortgage) yöntemi ile finansal destekleme standartlarındaki düşüşler olduğunu ifade eden Bernanke(2010), bu sonucun konutlaşmadaki balonlara karşı verilebilecek en iyi tepkinin parasal değil, düzenleyici politikalar olduğunu ifade etmektedir. Buna göre, konut fiyatlarındaki artışın kontrol altına alınmasında faiz oranlarını artırmak yerine, yüksek standartlı finansal destekleme ile birlikte güçlü bir denetim ve kontrol sistemi daha etkili olabilirdi.²³

1.3 Finansal Kriz Döneminde Enflasyon Hedeflemesinin Performansı

Finansal Krizin ortaya çıktığı 2007 yılı ile birlikte merkez bankaları kendi amaçlarını gerçekleştirmede oldukça zorlanmışlardır. 2008 yılı boyunca finansal piyasalardaki türbülanslar ile gıda ve enerji fiyatlarındaki görece artışla birlikte manşet enflasyonda yaşanan yükselme 1980 ve 1990'larda enflasyona karşı verilen zorlu mücadeleyi zora sokmuştur. 2008'in sonlarına doğru enerji fiyatlarındaki düşüş ile birlikte finansal kriz 2009 yılında bir resesyona dönüşmüştür. ABD ile birlikte diğer ülkelerde ekonomik büyümede keskin düşüşler yaşanmış, ülkelerin bir çoğunda enflasyon düşerken temel endişe enflasyondan kaçınmak yerine deflasyonun nasıl engelleneceği olmuştur.

Son global finansal kriz ekonomistlerin genel olarak makro ekonomik ve özelde para politikası ile ilgili yaklaşımlarını tekrar gözden geçirip yeni değerlendirmeler yapmalarına zemin hazırlamıştır. Kriz sonrasında politika yapıcılar ve araştırmacıların karşılaştığı en önemli sorulardan biri 'Büyük İyileşme' dönemi para politikası rejimlerinin devam ettirilmesi veya terk edilmesinin uygun olup olmayacağıdır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi kriz sonrası dönemde ekonomistler arasındaki tartışmaların temel konuları arasında yer almış ve çeşitli yönleri ile eleştirilere maruz kalmıştır. Örneğin Stiglitz (2008) ekonomik genişlemenin patlama (boom) yaptığı kriz öncesi dönemde uygulanan para politikasının finansal krizin temel sorumlusu olduğunu ileri sürmektedir. Bu yüzden Stiglitz'e göre enflasyon hedeflemesi kesinlikle kriz testinde başarısız olmuştur.²⁴ Diğer taraftan, bazı ekonomistler krizin temel nedenlerini para politikasının dışındaki diğer nedenlere bağlamaktadır. Örneğin krizin temel nedenlerini para politikası dışındaki sebeplere bağlayan Svensson(2010)'a göre enflasyon hedeflemesi stratejisi kriz öncesinde, kriz döneminde ve sonrasında en iyi şekilde uygulanmıştır.²⁵

Enflasyon hedeflemesine yöneltilen önemli eleştirilerden biri, bu rejimin enflasyon oranına verdiği aşırı ağırlıktan dolayı merkez bankacılarını istihdam ve finansal istikrar gibi önemli para politikası amaçlarını göz ardı etmelerine neden olmasıdır. Global finansal kriz bu tür eleştirilerin ne kadar geçerli olabileceğini test etmesi bakımından oldukça önemlidir.

23 Bernanke, 12-20

24 Joseph E. Stiglitz, "The failure of inflation targeting" *Project Syndicate*, May 2008

25 Lars E.O. Svensson, "Inflation Targeting", *NBER Working Paper* 16654, p.52

2008 tipi bir finansal krizle mücadele etmede diğer para politikası rejimlerine göre, enflasyon hedeflemesinin sunmuş olduğu enstrümanların daha uygun olduğu ileri sürülmektedir. Bu bağlamda, Filho (2011) enflasyon hedeflemesinin dört önemli yönüne vurgu yapmaktadır.²⁶

1. Deflasyonist bir şok durumunda, güvenilir bir enflasyon hedefi likidite tuzajından ve çok düşük faiz oranlarının dezavantajından kaçınmada önemli bir rol oynar. Kanada Merkez Bankası başkanı Cerney'in ifadesiyle: 'Enflasyon hedeflemesi yüksek ve değişken enflasyonun yerleşmesini engellemedeki kabiliyetini ispat ettiği gibi, deflasyondan gelebilecek hamleleri önlemede gerekli donanımına da sahiptir.

2. Güvenilir bir enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyon hedefini tehlikeye sokmaksızın daha agresif genişleyici bir para politikasının yürütülmesine izin verebilir.

3. Kriz öncesindeki genişleme döneminde enflasyon hedefleyici ülkelerde nominal ve reel faiz oranları yüksek olması, krizin güçlendiği zamanlarda kredi patlamalarının yumuşamasına ve yüksek getirili yabancı varlıkların çekiciliğinin azalmasına neden olmuş olabilir. Bunun ötesinde, ani bir kriz durumunda, yüksek nominal faiz oranına sahip olan ülkeler faiz oranlarını düşürmede daha rahat davranabildikleri için oldukça maliyetli olabilecek olağanüstü mali önlemlere ihtiyaç duymazlar.

4. Enflasyon hedeflemesi ile esnek döviz kuru rejimleri arasında önemli bir korelasyon vardır. Literatürde esnek döviz kuru şok emici (shock absorber) olarak kabul edilmekte ve bu özelliğinden dolayı enflasyon hedefleyici ülkelerin görece performanslarını arttıran bir faktör olduğu vurgulanmaktadır.

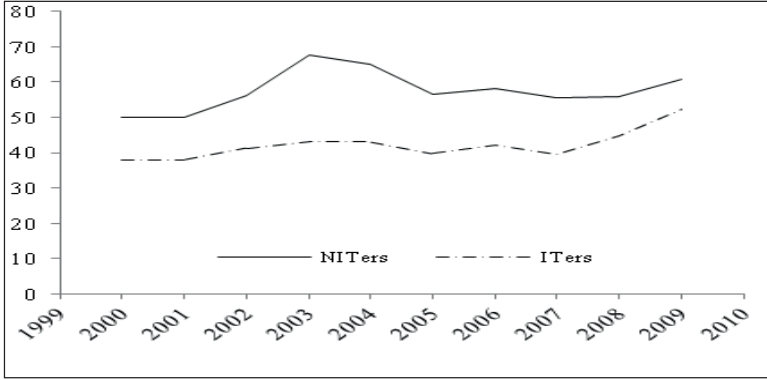
Bir kriz ile karşı karşıya gelindiğinde enflasyon hedeflemesini kabul eden ülkelerin diğer para politikası stratejilerini yürüten ülkelere neden daha başarılı olduğunu Azangue (2012) her iki ülke grubunun sahip olduğu üç önemli yapısal makro ekonomik farklılık açısından incelemektedir: maliye politikası, para politikası ve uluslararası ekonomik değişkenler.²⁷

Enflasyon hedeflemesi maliye politikası yönetimini pozitif bir şekilde etkilemektedir. Enflasyon hedeflemesi yüksek mali disiplinle ilgili olduğuna göre, krize girerken enflasyon hedefleyici ülkelerin özellikle yüksek borç ödeyebilirlik düzeyi gibi mali koşullar konusunda daha iyi durumda olduklarını da kabuk etmek gerekir. Enflasyon hedefleyici ülkelerin bu anlamda başlangıç koşullarının daha iyi olması kriz döneminde bir farklılık yaratmış olabilir. Çünkü ampirik çalışmalar; kriz öncesinde yüksek kamu borcu olan, özellikle kısa vadeli dışsal borçları yüksek olan ülkelerin 2008-2009 krizinden görece olarak daha çok etkilendiğini göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi daha yüksek bir mali disiplin sunduğu için enflasyon hedefleyici ülkelerin daha güçlü bir maliye politikasına ve buna bağlı olarak kriz döneminde gerekli

26 Irineu de Carvalho Filho, "28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession", *MPRA Paper No. 29100*, pp.2-3

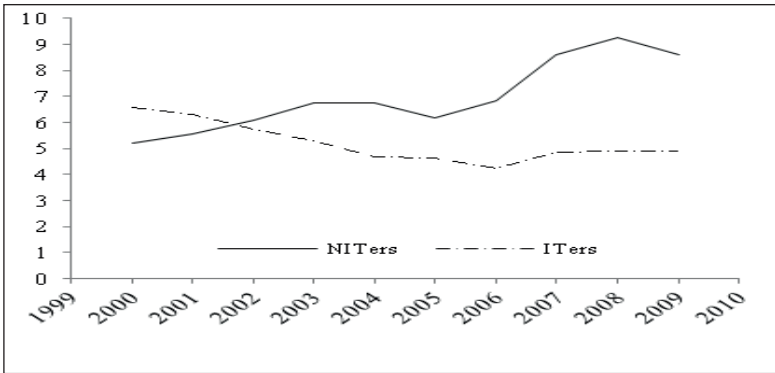
27 Armand Fouejieu Azangue, "Coping with the Recent Financial Crisis, did Inflation Targeting Make Any Difference?", *Document de Recherche n° 2012-05, 2012*, pp.4-9

ayarlamaları yapabilecek bir esnekliğe ve alana sahip olduğu kabul edilmektedir. Şekil 1 ve Şekil 2 enflasyon hedefleyici olan ülkelerin kamu borçları ve kısa vadeli dışsal borçlarının GSMH içindeki yüzdesinin daha düşük olduğunu göstermektedir.



— Enflasyon hedefleyici olmayanlar
- - - Enflasyon hedefleyici olanlar
Şekil 1: Kamusal Borçlar (GSMH'nın yüzdesi)

Kaynak: Azangue, p.6

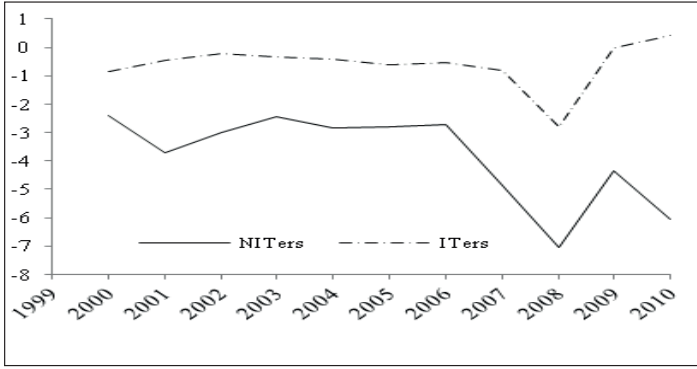


— Enflasyon hedefleyici olmayanlar
- - - Enflasyon hedefleyici olanlar
Şekil 2: Kısa Vadeli Dışsal Borçlar (GSMH'nın yüzdesi)

Kaynak: Azangue, p.6

Enflasyon hedeflemesi en azından gelişmekte olan ülkelerde düşük döviz kuru değişkenliği ve yüksek dışsal rezerv birikimi sağladığı için kriz döneminde diğer para politikası rejimlerine göre önemli bir avantaja sahip olduğu ifade edilmektedir. Normal şartlar altında dışsal rezervler çok önemli olmasa da dünyanın karşı karşıya kaldığı 2008-2009 global finansal kriz döneminde merkez bankaları ülke sınırları dışından kaynaklanan kredi problemleri ile mücadele etmek zorunda kaldığı için, dışsal rezerv-

lerin merkezi bir önemi olduğu anlaşılmıştır. Dışsal rezervler özellikle düşük bir faiz oranı karşılığında uluslararası piyasalardaki fonlara ulaşmayı garanti etmektedir. Bu anlamda rezervler ülkelerin borç ödeyebilme yeterliliklerinin bir göstergesidir. Uluslar arası döviz rezervleri spesifik ithal mallarına bağlı olan bazı üretim sektörlerine zarar vermeden ülkelerin ithalatlarını sürdürmesini sağlayabilir. Diğer taraftan enflasyon hedeflemesi, dışsal rezerv birikimi ve döviz kuru istikrarı ve cari hesap dengesine yaptığı katkı ile sermaye akımlarındaki ani duruşları düşürmesinden dolayı enflasyon hedefleyici ülkelerin daha sağlam bir dışsal pozisyona sahip olduğu ve bu yüzden kriz döneminde daha kısa bir süre içinde toparlandığını söylemek mümkündür. Şekil 3 cari hesap açığının enflasyon hedefleyici ülkelerde daha düşük olduğunu göstermektedir.



— Enflasyon hedefleyici olmayanlar
- - - Enflasyon hedefleyici olanlar

Şekil 3: Cari Hesap Dengesi (GSMH'nin yüzdesi)

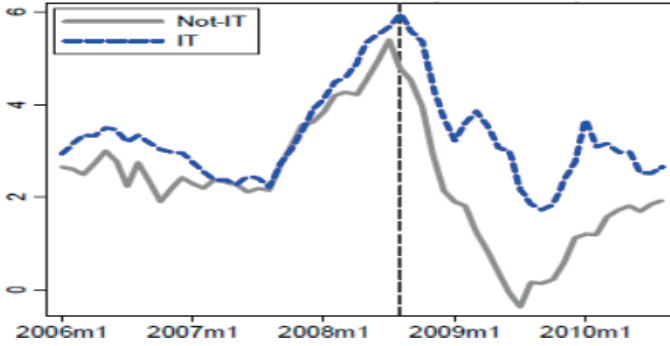
Kaynak: Azangue, p.8

Enflasyon hedeflemesi stratejisi temelde para politikasının kredibilitelerini arttıran faktörler olarak merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflığı ve hesap verebilirliğine dayanmaktadır. Kriz dönemindeki temel endişelerden biri de belirsizlikler ve asimetrik bilgi (ahlaki tehlike ve ters seçim) problemlerindeki artış olduğu için merkez bankalarının daha fazla güvenilir olması yapılacak müdahalelerin finansal piyasalar üzerinde istenen etkiyi gerçekleştireceğine dair bir inancın da oluşmasını sağlamıştır. Diğer taraftan sahip olduğu yüksek kredibiliteleri, enflasyon hedefleyici gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları enflasyon amaçlarına zarar vermeksizin genişlemeci bir para politikası izlemesine alan açmıştır. Bununla birlikte, merkez bankasının yüksek kredibiliteleri aynı zamanda kriz döneminde ortaya çıkabilecek deflasyon fenomeni ile daha kolay bir şekilde mücadele etmeye yardımcı olabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi bu avantajlara sahip olmuş olsa da, önemli olan enflasyon hedeflemesinin bu avantajlarını kriz döneminde makro ekonomik performansa aktararak bir farklılık oluşturabilmesidir. Bu yüzden kriz döneminde enflasyon hedefleyici ülkeler ile enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerin özellikle enflasyon, reel ve nominal faiz oranları ile GSMH büyümesi açısından karşılaştırılmasında fayda vardır.

Enflasyon oranı genellikle para politikası uygulamaları ile belirlenen bir makro ekonomik değişken olarak düşünülmektedir. Finansal krizin en şiddetlendiği dönemde enflasyon oranı düşme trendinde olduğu için temel endişe deflasyon korkusu olmuştur. Bu yüzden enflasyon hedeflemesinin enflasyonu düşürmedeki rolünden çok enflasyon hedefleyici ülkelerin kriz döneminde düşen genel fiyatlar düzeyinden ne kadar etkilendiğini değerlendirmek daha uygundur.

Son krizde yaşanan “deflasyon korkusu” enflasyon hedeflemesi rejimi lehine ileri sürülen argümanları güçlendirmiştir. Merkez bankası politika faizi sıfır seviyesine ulaştığında deflasyon beklentileri faiz oranlarının yükseltilmesi ve dolayısıyla ekonomi üzerinde daraltıcı baskıların artmasına neden olacaktır. Enflasyon hedeflemesi hem çok düşük hem de çok yüksek enflasyon oranından kaçınmayı gerektiren bir para politikası çerçevesidir. Bu yüzden daraltıcı bir ekonomik şok durumunda, enflasyon hedeflemesi rejiminde genişleyici bir para politikasının otomatik olarak devreye geçmesi gerekir. Merkez bankası açık bir şekilde düşük ama pozitif bir enflasyonu taahhüt ettiği için kamu oyunun bir deflasyon beklentisi içinde olma ihtimali düşüktür. Enflasyon beklentilerinin hedef enflasyon seviyesinde olmasından dolayı, pozitif enflasyon hedefine yönelik güvenilir bir taahhüt deflasyon tehlikesini önleyebilir.²⁸ Bu bağlamda Filho(2010) son küresel finansal kriz döneminde enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerle karşılaştırıldığında enflasyon hedefleyici ülkelerde enflasyon oranındaki düşüşün daha az olmasından dolayı kalıcı deflasyondan kaçınma konusunda enflasyon hedefleyici ülkelerin daha iyi bir performans gösterdiğini ifade etmektedir.²⁹ Şekil 4’te görüleceği üzere enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerde negatif enflasyon yaşanırken enflasyon hedefleyici ülkelerde böyle bir durum yaşanmamıştır.



— Enflasyon hedefleyici olmayanlar
- - - Enflasyon hedefleyici olanlar

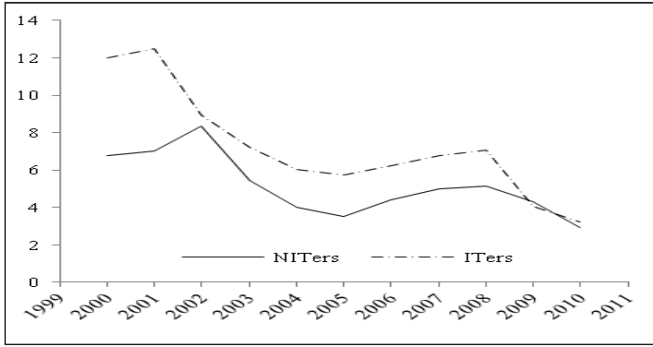
Şekil 4: Kriz Döneminde Enflasyon Hedefleyici Olan ve Olmayan Ülkelerin Enflasyon Oranları

Kaynak: Filho, ‘28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession’...p.37

28 Carl E. Walsh, “Inflation Targeting: What Have We Learned?” *International Finance* 12:2, 2009, p.225

29 Irineu de Carvalho Filho, “Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment”, *IMF Working Paper*, WP/10/45, February 2010, p.8

Enflasyon hedeflemesinin kriz dönemindeki performansını değerlendirirken önemli kriterlerden biri de faiz oranlarının enflasyon hedefleyici olan ve olmayan ülkelerde nasıl bir seyir izlediğidir. 2008 yılının başlangıcından aynı yılın Ağustos ayına kadar her iki ülke grubunda da nominal faiz oranları artmıştır. Tersine kriz derinleştikçe hem enflasyon hedefleyici ülkelerde hem de enflasyon hedefleyici olmayan ülkelere faiz oranlarında keskin düşüşler yaşanmıştır (Şekil 5). Bununla birlikte enflasyon hedefleyici ülkelerdeki faiz düşüşleri diğer ülkelere göre %1.5 daha fazla olmuştur. Bu sonuç görece olarak sahip olduğu yüksek faiz oranlarından dolayı enflasyon hedeflemesinin gerek duyulduğu zaman faiz oranlarını düşürmede merkez bankasına yeteri kadar alan oluşturacağı argümanını haklı çıkarmaktadır.



— Enflasyon hedefleyici olmayanlar
- - - - Enflasyon hedefleyici olanlar

Şekil 5: Kriz Döneminde Nominal Faiz Oranları

Kaynak: Azangue, p.16

Enflasyon ve faiz oranları dışında enflasyon hedefleyici olan ve olmayan ülkeler daha genel bir perspektifle Reel GSMH açısından karşılaştırılabilir. Azangue (2012)³⁰ ve Filho (2010)³¹ kriz döneminde enflasyon hedefleyici ülkelerin GSMH açısından bir farklılık yaratmadığını ifade etmektedir. Zira enflasyon hedefleyici ülkelerle enflasyon hedefleyici olmayan ülkelerin GSMH büyüme hızlarında krizin kendini en şiddetli şekilde hissettirdiği 2008-2009 döneminde her iki ülke grubu açısından keskin düşüşlerin yaşandığı ve bu düşüşler arasında önemli bir farkın olmadığı gözlenmiştir.

Sonuç olarak 2008/2009 finansal krizi döneminde enflasyon hedeflemesinin GSMH büyümesi ve enflasyon oranı açısından önemli bir farklılık yaratmazken, diğer para politikası rejimlerini uygulayan ülkelere göre enflasyon, reel GSMH ve kısa dönem enflasyon beklentilerindeki değişkenlikler ve deflasyonu engelleme ile reel ve nominal faiz oranları konusunda enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin daha başarılı olduğu görülmektedir.

30 Azangue, p.18

31 Filho, Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment, ...p.13

2. PARA POLİTİKASI AÇISINDAN FİNANSAL KRİZİN ÖĞRETTİKLERİ

2.1 Kriz Öncesinde Para Politikasının Temel Prensipleri

Ekonomi tarihi finansal krizler, depresyonlar ve savaşlar gibi büyük gelişmelerden sonra para politikası ile ilgili geleneksel yaklaşımın önemli değişikliklere maruz kaldığını göstermektedir. Uzun bir istikrar döneminden sonra para politikasına yönelik oluşan bir konsensüs bir finansal kriz ile birlikte kısa bir süre içinde değişebilmektedir. Global finansal kriz bu anlamda istisna değildir. Nitekim 1970'lerde yaşanan yüksek enflasyon deneyimi ve son dönemdeki finansal kriz para politikası ile ilgili geleneksel yaklaşımların ve konsensüsün tekrar gözden geçirilmesini gündeme getirmiştir.

Finansal krizden çıkarılan temel dersler ve buna bağlı olarak para politikası ile ilgili düşüncelerimizin nasıl değiştiği konusuna geçmeden önce, kriz öncesinde merkez bankalarının para politikasına nasıl yaklaştıklarını incelememizde fayda vardır. Küresel finansal kriz öncesinde para politikasına yönelik temel bazı prensipler yüksek düzeyde kabul görmüşlerdir. Mishkin (2011) para politikası ve enflasyon hedeflemesi teorisi ile ampirik çalışmalardan elde edilen ve hemen hemen tüm merkez bankalarının düşüncelerine yön veren para politikasının dokuz temel prensibini ortaya koymuştur.³²

1. Enflasyon her zaman ve her yerde var olan bir fenomendir.
2. Fiyat istikrarı çok önemli avantajlar sunmaktadır.
3. Uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş yoktur.
4. Taylor Prensibi fiyat istikrarı için gereklidir.
5. Zaman tutarsızlığı problemi para politikası ile ilgili bir fenomendir.
6. Bekleyişlerin makro ekonomideki rolü oldukça önemlidir.
7. Merkez bankasının bağımsızlığı makro ekonomik performansı artırır.
8. Nominal bir çapaya yönelik güvenilir bir taahhüt fiyat ve üretim istikrarını teşvik eder.
9. Finansal istikrarsızlık iktisadi dalgalanmalarda önemli bir rol oynar.

Borio (2011) ise küresel krizden önce merkez bankacılığının genel para politikasına yaklaşımını dört önermede özetlemektedir.³³

1. Fiyat istikrarı makroekonomik istikrar için yeterlidir.
2. Parasal ve finansal fonksiyonlar arasında açık bir ayırımın vardır. Para politikası fiyat istikrarına odaklanırken finansal politika finansal istikrara odaklanmaktadır.

32 Frederic S. Mishkin, "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", *NBER Working Paper* No. 16755, February 2011, pp.3-11

33 Claudio Borio, "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters", *BIS Working Papers*, No.353, September 2011

3. Para politikasının ekonomiyi etkilemesi için kısa vadeli faiz oranları yeterlidir.

4. Eğer her merkez bankası kendi ekonomisinin sorunlarını kendisi çözerse küresel para politikasının durumu da sağlam olacaktır.

Global finansal krizden on bir yıl önce gerçekleştirilen bir sempozyumda ‘Jackson Hole Konsensüsü’ olarak adlandırılan mutabakatta para politikasının yukarıda sayılan prensiplerine ek olarak birçok yönüyle ortak görüşlerin ortaya çıktığı görülmektedir.³⁴ Bunlardan biri otomatik stabilizatörler hariç maliye politikasının makro ekonomik talep yönetiminde uygun bir araç olarak kabul edilmemesidir. Bu yüzden para politikası kısa dönem faiz oranlarını yönlendirmek suretiyle kısa dönem toplam talep yönetiminde öncelikli bir rol oynamaktadır.

İkinci olarak ara parasal hedefler nihai politika amaçları ile istikrarlı bir ilişki olmadığı için kullanılmaları uygun değildir. Bunun yerine, dalgalı döviz kuru ile birlikte para politikası uzun dönemde gerçekleştirebileceği makro ekonomik değişkenlere, yani fiyat istikrarı üzerine odaklanmalıdır.

Üçüncü olarak, finansal krizler sadece gelişmekte olan ülkelerde görülebilir, gelişmiş ve iyi regüle edilmiş finansal piyasalara sahip olan gelişmiş ülkelerde finansal krizlerin görülebilme olasılığı yoktur. Bunun ötesinde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında çok yakın ilişki vardır. Birinin başarılması diğ erinin de gerçekleşmesini kolaylaştırır.

1980’lerin sonlarından finansal krizin şiddetlendiği 2008 ortalarına kadar süren iyileşme dönemi (Great Moderation) uzun dönemde para politikası reel değişkenleri etkilemese de kısa ve orta vadede fiyat istikrarını tehlikeye atmadan iktisadi dalgalanmaların istikrara kavuşması için kullanılabilceğini göstermiştir. Bu yaklaşım birçok ülkede enflasyon hedeflemesi aracılığıyla uygulamaya konulmuştur.³⁵

Finansal kriz öncesinde merkez bankaları finansal şokların ekonomi üzerinde negatif etkiler yaptığının farkındaydılar. Merkez bankalarının sadece para politikası ile ilgili raporları değil aynı zamanda finansal sistemdeki potansiyel tehlikeleri tartışmak için ‘Finansal İstikrar Raporları’ nı da yayınlamış olması bunun en güçlü kanıtıdır. Bununla birlikte, finansal istikrarsızlık iktisadi dalgalanmaların en önemli kaynağı olarak görülmediği için merkez bankalarındaki genel denge modelleri içinde yer almamıştır. Bu durum doğal olarak para politikası ile finansal istikrar politikası arasında bir dikotomiye neden olmuş ve dolayısıyla her iki politika birbirinden ayrı bir şekilde yürütülmüştür.³⁶

Enflasyon hedeflemesinin temel elemanları; açık bir şekilde tanımlanmış bir amaç (fiyat istikrarı), bu amacı takip eden bağımsız bir merkez bankası, tek bir enstrüman (kısa dönem faiz oranları) ve şeffaf bir iletişim süreci şeklinde sıralanmaktadır.

34 Charles Bean vd., “Monetary Policy After the Fall”, in: *Makroekonomik Challenges: The Decade Ahead*, Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2010, pp.268-269

35 Alex Cukierman, “Monetary Policy and Institutions Before, During, and After The Global Financial Crisis”, *Journal of Financial Stability* xxx (2013) xxx– xxx, 2013, p.2

36 Mishin, p.17

Enflasyon hedeflemesinin bu temel faktörler çerçevesinde tanımlanmasının bir sonucu para politikasının finansal hassasiyetleri gözetmede yeteri kadar bir alana sahip olamamasıdır. Kriz öncesi yaklaşım, finansal dengesizliklerin temel göstergesi olması açısından varlık fiyatlarına odaklanmaktaydı ve birçoğuna göre para politikası ancak enflasyon ve üretime yönelik etkileri açısından varlık fiyatlarındaki hareketlenmeleri hesaba katması gerekirdi.³⁷

Kriz öncesinde merkez bankasındaki aktif tartışmalardan biri de merkez bankalarının varlık fiyatlarındaki balonlara nasıl karşılık vermesi gerektiği ile ilgilidir. Varlık fiyatları aktarım mekanizmasının temel bir unsuru olmasından dolayı, para politikasının varlık fiyatlarına karşılık vermesi optimal para politikası teorisinin bir gereğidir. Burada temel olarak tartışılan yöntemlerden biri para politikasının vereceği tepkinin şiddeti enflasyon ve üretim istikrarı için gerekli olan düzeyden fazla olup olmayacağıdır. Alternatif olarak para otoriteleri varlık fiyatlarındaki olası balonlara doğrudan müdahale etmeli mi, yoksa balonun patlamasından sonra enflasyonu ve üretimi stabilize etmek için varlık fiyatlarındaki düşümlere mi tepki vermelidir? Bu durum literatürde ‘rüzgara karşı durma’-‘sonradan temizleme’(lean vesus clean) tartışması olarak karakterize edilmektedir.

Kriz öncesi dönemde varlık fiyatlarındaki artışların ekonomi üzerinde negatif etkilerinin olacağı kabul edilmekle beraber, fiyatlardaki bu artışlara nasıl tepki verileceği konusu ‘lean versus clean’ çerçevesinde farklı yaklaşımları doğurmuştur. Bu bağlamda varlık fiyatları balonlarının oluşturacağı olası tehlikeler karşısında hem merkez bankası hem de merkez bankası dışında bazı ekonomistler balonların kontrolden çıkıp patlamadan önce merkez bankasının faiz oranlarını yükseltmek suretiyle durdurması, yani ‘rüzgara karşı durma’ (lean again the wind) yöntemine başvurması gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Buna göre balonlardaki büyümeyi yavaşlatmak için faiz oranlarının yükseltilmesi daha iyi sonuçlar doğuracaktır. Çünkü böyle davranmakla merkez bankası ya balonları engelleyecek ya da balonların patlamasıyla ekonominin göreceği zararları minimize edecektir.

Fiyat istikrarının geçerli olduğu bir dönemde merkez bankasının faiz oranını yükseltmek ve buna bağlı olarak enflasyon oranını daha da düşürmek pahasına finansal dengesizlikleri durdurmaya çalışmasının altında yatan temel argümanlar şunlardır: Eğer finansal dengesizliklerin daha da büyümesinin önüne geçilmezse öncelikle güçlü enflasyonist baskılarla birlikte aşırı ısınan ekonomi, balonların sönmeleriyle birlikte resesyona girecek ve buna bağlı olarak enflasyon hedeflenen oranın altında gerçekleşecektir. Bu yüzden para politikasının sonradan ortaya çıkacak büyük zararları önlemek için proaktif bir şekilde hareket etmesi gerekir. Uygulanan sıkı para politikasından kaynaklanan başlangıçtaki üretim düşüşleri sonradan ortaya çıkan patlama(boom) ve çöküntülerin(burst) daha büyük zararlarına karşı bir ‘sigorta primi’ olarak görülmemelidir.³⁸

37 Mark Carney, “Monetary Policy After the Fall”, Remarks at Eric J. Hanson Memorial Lecture, University of Alberta, Edmonton, Alberta, 1 May 2013, p.7

38 Jesús Crespo Cuaresma, Ernest Gnan, “Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Instability?”, *Monetary Policy & The Economy* Q3/08, 2008, p.80

‘Greenspan Doktrini’ olarak da bilinen ‘patlamadan sonra temizleme’ (Cleaninig up after the bubble burst) yaklaşımını savunanlar, rüzgara karşı durma yaklaşımının bazı nedenlerden dolayı eleştirmektedirler. Bunların başında özellikle Tinbergen Prensibi gereği herhangi bir enstrümanın ancak tek bir amaç için kullanılabilceği şeklindeki bir yaklaşımdır. Bu bağlamda merkez bankaları faiz oranı enstrümanını ancak fiyat istikrarı amacı ile kullanılabilir. Bununla birlikte finansal dengesizliklere karşı faiz oranlarının yükseltilmesi, finansal dengesizliklerden etkilenmemiş sektörler üzerinde istenmeyen sonuçlar doğurabilir. Diğer taraftan düşük enflasyonun geçerli olduğu bir ortamda merkez bankasının faiz oranlarını yükseltmesi kamuoyu ve politika yapıcılar tarafından pek hoş karşılanmayacağı ifade edilmektedir.

2.2 Küresel Finansal Krizden Çıkarılan Dersler

Küresel finansal krizden önceki yaklaşık onbeş yıllık dönemin en önemli yönü dünya genelinde süren yüksek enflasyon oranlarının düşürülmüş olmasıdır. Bu başarı söz konusu dönemin neden merkez bankacılığının altın yılları olarak görüldüğünün en önemli açıklamasıdır. Birçok ülke enflasyon oranlarını tek rakama indirerek fiyat istikrarını önemli ölçüde yakalamışlardır. Bunun ötesinde enflasyon oranları giderek daha istikrarlı olmakla birlikte enflasyona yönelik şokların daha kısa süreli olduğu görülmüştür. Tüm bunlar daha istikrarlı büyüme oranları ile aynı döneme denk gelmekte ve bu yüzden merkez bankaları sürdürülebilir bir büyüme için fiyat istikrarının en temel ön koşul olduğunu güçlü bir şekilde savunabilmişlerdir. Ne var ki, enflasyon oranındaki düşüş aynı zamanda son krize zemin hazırlayan finansal piyasalardaki bazı gelişmelerle birlikte yaşanmıştır.³⁹

Bu yönüyle ele alındığında, 2007-2009 küresel finansal krizi sadece dünya ülkelerinde makro ekonomik dengeleri değiştirmemiş, aynı zamanda para politikası ile ilgili kökleşmiş genel kabullerin tekrar gözden geçirilmesini ve tartışılmasını da gündeme getirmiştir. Kriz öncesinde, esnasında ve sonrasında yaşanan gelişmeler bazı yönleriyle kriz öncesinde para politikası ile ilgili sahip olunan temel bilgi ve anlayışlarla hareket ederek yapılan analizlerin modifiye edilmesi gerektiğini göstermiştir. Krizden çıkarılan temel dersler para politikası ilkeleri ve para politikası stratejisine dair yaklaşımların nasıl değişeceğini ortaya koymaktadır.

Bazı ekonomistlere göre kriz öncesi ile karşılaştırıldığında para politikası çerçevesi ile ilgili yaklaşımlar minimal düzeyde değişirken bazıları ise argümanlarını daha radikal bir yaklaşımla ileri sürmektedirler. Bu bağlamda Smets (2013), literatürde üç yaklaşımın öne çıktığını ifade etmektedir:⁴⁰

Bunlardan birincisi ‘Modifiye Edilmiş Jackson Hole Konsensüsü’ yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma göre finansal istikrarsızlık söz konusu olduğunda para politikası çerçevesi ile ilgili sadece çok küçük değişikliklerin yapılması gerekir. Para politikası ve

39 Stefan Gerlach vd., “Are the Golden Years of Central Banking Over? The Crisis and the Challenges”, *Geneva Reports on the World Economy* 10, 2009, p.117

40 Frank Smets, Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?, in. *Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges*, Sveriges Riksbank Economic Review 2013:3 Special Issue, pp.35-40

makro ihtiyati politikanın sahip olduğu amaçlar, araçlar ve aktarım mekanizmasının birbirinden kolaylıkla ayırt edilebileceğini ileri süren Modifiye Edilmiş Jackson Hole Konsensüsü temel olarak para politikası enstrümanları ile makro ihtiyati politika enstrümanları arasında sınırlı bir etkileşimin olduğu yargısına dayanmaktadır. Bu yüzden krizden önce para politikasının finansal dengesizlikleri önlemede önemli bir katkısı olamaz ve dolayısıyla makro ihtiyati politikanın tersine kısa dönem faiz oranları enstrümanı finansal dengesizliklere karşı etkin bir şekilde kullanılamaz. Buna göre her bir kurum kendi öz enstrümanlarını kullanmak suretiyle merkez bankası fiyat istikrarı ve üretim istikrarı amaçlarını; makro ihtiyati otoritelerin ise finansal istikrarı takip etmesinin daha uygun olacağı belirtilmektedir. Modifiye edilmiş Jackson Hole Konsensüsüne göre para politikası sadece fiyat ve üretim istikrarını etkilediği müddetçe finansal istikrarı hesaba katmalıdır.

Kriz sonrasında gündeme gelen ikinci bir yaklaşım ise Borio ve Lowe tarafından öne sürülen ‘rüzgara karşı durma’(leaning against the wind) yaklaşımıdır. Buna göre finansal dalgalanmalara karşı makro ihtiyati politikalar tam anlamıyla kullanılamaz. Enflasyon istikrarı para politikasının öncelikli amacı olmaya devam ederken, merkez bankası ikincil bir amaç olarak finansal istikrarı gözetmelidir. Bu bağlamda merkez bankası finansal dengesizliklere karşı, kısa dönem enflasyon hedefi için gerekli olan orandan daha fazla olabilecek şekilde faiz oranını arttırarak ileride çıkabilecek finansal kriz ihtimalini düşürebilecektir. Pratik olarak finansal kriz konjonktürel dalgalanmalardan daha uzun olduğu için böyle bir yöntem ancak politika ufkunun daha fazla uzatılması ile uygulanabilir.

Üçüncüsü ise ‘finansal istikrar fiyat istikrarıdır’ yaklaşımı olarak ifade edilmektedir. Bu yaklaşım geleneksel enflasyon hedeflemesi stratejisinin radikal bir şekilde yeniden şekillenmesini gerektirmektedir. Bu yaklaşımı savunanlara göre fiyat istikrarı ile finansal istikrar birbirinden ayırt edilemeyecek kadar iç içe geçmiştir. Para politikası esas itibarı ile finansal sistemi istikrara kavuşturmakla alakalıdır. Bu yüzden para politikası genişleme döneminde ortaya çıkan finansal dengesizliklere karşı faiz oranlarını yükseltirken daralma sürecinde para politikası aktarım mekanizmasının önünü açmalıdır.

2007-2009 küresel finansal krizinden çıkarılan dersleri şu başlıklar altında sıralayabiliriz.

1. Fiyat istikrarı finansal istikrarı garanti edemez. Son kriz öncesinde fiyat ve üretim istikrarının finansal istikrarı da kolaylaştıracağı şeklinde ortak bir görüş hakimdi. Buna göre para politikası optimal olarak enflasyon ve üretimi stabilize ederken aynı zamanda varlık fiyatlarını da stabilize etmekte ve böylece varlık fiyatlarındaki olası balonların gerçekleşmesine engel olacaktır. Nitekim merkez bankalarının, ‘Büyük İyileşme’ olarak da bilinen enflasyonu stabilize etmesi ve konjonktürel dalgalanmalarda değişkenliği azaltması politika yapımcıların finansal şoklardan gelebilecek riskler konusunda güvenlerini arttırmıştır. Küresel finansal kriz deneyimi, bir para po-

litikası stratejisi olarak esnek enflasyon hedeflemesi ile ilgili önemli bir soruyu gündeme getirmiştir. Fiyat ve üretim istikrarı finansal istikrar için yeterli midir? Enflasyon hedeflemesi uzun dönemli bir makro ekonomik istikrar sağlamasına rağmen, finansal kriz bunun finansal istikrar için yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Buna bağlı olarak hem akademik çevre hem de merkez bankacıları içinde finansal istikrarın da para politikası amaçlarına dahil edilmesi gerektiği ileri sürmektedirler.

Bernanke(2011) gerçekleşen yeniliklere bağlı olarak, merkez bankasının kamuoyu ile olan iletişimde olumlu gelişmeler olmakla birlikte, kriz sonrasında para politikası temel çerçevesinin standart yaklaşımdan fazla sapmayacağını öngörmektedir. Bununla birlikte, merkez bankaları, finansal istikrarın sürdürülmesinin eşit dereceli bir sorumluluk olduğu şeklindeki finansal krizden çıkan önemli bir dersi de dikkate almaktadırlar. Merkez bankaları kriz öncesinde finansal istikrarı göz ardı etmese de, finansal istikrar genellikle para politikasının ‘küçük ortağı’ (junior partner) olarak görülmekteydi. Bernanke (2011)’e göre krizin makro ekonomik politikaya en önemli katkısı finansal istikrar politikasına para politikası ile eşit bir statü veriyor olmasıdır.⁴¹

2. Finansal sektördeki gelişmelerin ekonomik aktiviteler üzerindeki etkisi geçmişte bilinenlerden daha fazladır. Bu yüzden kriz, finansal bozulmaların makro ekonomik analizlerin merkezinde olması gerektiğini ortaya koymuştur. Bu bağlamda merkez bankalarının geleceğe yönelik tahminler ve politika analizleri için kullandıkları makro-ekonometrik modellerde, kriz öncesinde yapılanın aksine finansal bozulmaları göz ardı etmemeleri gerekmektedir. Sonuç olarak finans ile makro ekonomi arasındaki etkileşim konusunda ilginin arttığı görülmektedir. Hem akademik hem de merkez bankaları çevrelerinde ekonomistler, finansal bozulmaları genel ekonomik modellere aktif bir şekilde eklemekte ve finansal bozulmaların para politikası stratejisini nasıl modifiye edeceğini ortaya koyan yeni bir literatür doğmaktadır.⁴²

3. Faiz oranı politikası finansal istikrar için yeterli değildir. Genel olarak, merkez bankası finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasındaki bir trade-off ile karşı karşıya değildir. Finansal istikrar ile fiyat istikrarı çoğu zaman birbirlerini pekiştirmektedirler. Bununla birlikte fiyat istikrarı amacı ile kullanılan faiz oranı politikası finansal istikrar için yeterli olamaz. Finansal istikrar amacı için faiz oranı enstrümanını kullanmak enflasyona ve reel ekonomiye önemli zararlar verebilir. Örneğin fiyat istikrarının geçerli olduğu bir ekonomik ortamda kredilerdeki aşırı büyümeyi önlemek için faiz oranı enstrümanının kullanılması verilebilecek en uygun tepki olamaz. Bu şartlar altında riskleri kontrol altına almak ve finansal istikrarı sağlamak için merkez bankasının makro ihtiyati enstrümanları kullanması daha doğru bir politika seçimi olarak kabul edilmektedir.⁴³

41 Ben S. Bernanke, “The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice”, *Remarks at the 56th Economic Conference*, Federal Reserve Bank of Boston, October 18, 2011, p.5

42 Mishkin, pp.21-22

43 Athanasios Orphanides, “Monetary Policy Lessons from the Crisis” *Central Bank of Cyprus Working Paper* 2010-1, May 2010, p.23

4. Sonradan temizleme (cleaning up) yaklaşımının maliyeti oldukça yüksektir. “Lean versus clean” tartışması temelde para politikasının potansiyel varlık fiyatları balonlarına tepkisinin gerekli olup olmadığına odaklanmaktadır. Mishkin (2011) böyle bir tartışmanın anlamlı olabilmesi için varlık fiyatı balonlarının birbirinden ayrılması gerektiğini ifade etmektedir. Bu bağlamda söz konusu varlık fiyatları balonlarının kredi genişlemesinden kaynaklanan balonlar olup olmadığı oldukça önemlidir. Mishkin’e göre asıl tehlikeli ve maliyetli olanı, kredi kaynaklı balonlardır. Buna göre krizden çıkarılan en önemli derslerden biri de kredi kaynaklı balonların sadece aşırı maliyetli olabilmeleri değil, aynı zamanda krizden sonra temizlenmelerinin de (clean up) oldukça zor olduğudur. Bunun ötesinde vurgulanması gereken önemli bir nokta da bu tip balonların fiyat ve üretim istikrarının olduğu bir dönemde de ortaya çıkabilmesidir. Zira, fiyat ve üretim istikrarı piyasa katılımcılarının ekonomiye yönelik riskleri hafife almalarına neden olduğu için esasen kredi kaynaklı balonları da bir anlamda teşvik etmiş olmaktadır. Bu yüzden balonlara karşı durma yönteminin (lean against the wind) kriz sonrası temizleme (cleaning up) yönteminden daha etkili olduğu finansal kriz ile birlikte daha iyi anlaşılmaktadır.⁴⁴

5. Sıfır sınırında faiz oranı geçmişte bilinenden daha problematiktir. Krizin şiddetlendiği 2008 yılında toplam talepteki çöküşler karşısında birçok merkez bankası faiz oranlarını sıfıra yakın bir seviyeye düşürmüşlerdir. Bazı merkez bankaları faiz oranlarını daha fazla düşürmek istese de sıfır sınırında faiz oranı merkez bankalarının bu isteklerinin gerçekleşmesine izin vermemiştir. Dolayısıyla krizden çıkarılan derslerden biri de sıfır sınırında faiz oranının (zero lower bound) merkez bankalarının düşündüğünden daha ciddi bir problem olmasıdır.⁴⁵

6. Para politikası ile finansal istikrar politikası arasında bir dikotomi yoktur. Daha önce ifade edildiği gibi makro ihtiyati politikalar finansal istikrarı teşvik ederek para politikasını da etkilerken para politikası da finansal istikrarı etkileyebilir. Eğer makro ihtiyati politikalar kredilerdeki balonları sınırlandırmak için kullanılırsa kredilerdeki büyüme yavaşlayacak ve buna bağlı olarak toplam talepteki büyüme de yavaşlayacaktır. Bu durumda toplam talepteki zayıflamayı telafi etmek için para politikasının gevşetilmesi gerekir. Alternatif olarak eğer ekonomiyi canlandırmak için faiz oranı düşük tutulacaksa krizde görüldüğü gibi, bu durumda kredi balonlarının ortaya çıkması ihtimali yüksektir. Bu şartlar altında kredi balonlarının ortaya çıkmasına fırsat vermemek için daha sıkı makro ihtiyati politikaların devreye girmesi gerekir. Fiyat istikrarı, üretim istikrarı ve finansal istikrar bir arada takip edildiğinde para politikası ile makro ihtiyati politikalar arasındaki işbirliği daha da değerli olur. Mishkin’e göre para politikası ile makro ihtiyati politikalar arasındaki işbirliğinin etkili olabilmesi için tek kurumun her iki görevi de yerine getirmesi gerekir. Kontrolünün farklı kurumlara verilmesi durumunda politikaların koordinasyonunu sağlamak bir hayli zor olacaktır.⁴⁶

44 Mishkin, pp.39-40

45 Mishkin, pp.26-27

46 Mishkin, pp.46-47

SONUÇ

Son global finansal kriz ekonomistlerin genel olarak makro ekonomik ve özelde para politikası ile ilgili yaklaşımlarını tekrar gözden geçirip yeni değerlendirmeler yapmalarına zemin hazırlamıştır. Kriz sonrasında politika yapıcılar ve araştırmacıların karşılaştığı en önemli sorulardan biri ‘Büyük İyileşme’ dönemi para politikası rejimlerinin devam ettirilmesi veya terk edilmesinin uygun olup olmayacağıdır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi kriz sonrası dönemde ekonomistler arasındaki tartışmaların temel konuları arasında yer almıştır. Son yaşanan finansal kriz deneyimi geleneksel enflasyon hedeflemesine yönelik yaklaşımların her zaman geçerli olamayacağını ortaya koymuş ve bu yaklaşımların değişmesinde önemli bir rol oynamıştır. Öncelikle finansal kriz fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli olmadığını, finansal dengesizliklerin fiyat istikrarı şartları altında da gerçekleşebildiğini göstermiştir. Diğer taraftan finansal kriz fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın sağlanabilmesi için faiz oranı yanında makro ihtiyati politika enstrümanlarının kullanılması gerektiğini açık bir şekilde ortaya koymuştur. Buna bağlı olarak para politikası yapıcıları fiyat istikrarı amacını sürdürmeye yönelik politikalarını belirlerken finansal istikrar da hesaba katmalıdır.

Kriz öncesinde enflasyon hedeflemesinin belirlenen bu eksikliklerine rağmen krizin zararlarına karşı görece olarak daha etkin bir koruma mekanizmasına sahip olduğu görülmektedir. Zira kriz öncesindeki genişleme döneminde enflasyon hedefleyici ülkelerde nominal ve reel faiz oranlarının daha yüksek olması bir avantaj olarak kullanılabilmiştir. Bir ani kriz durumunda, yüksek nominal faiz oranına sahip olan ülkeler faiz oranlarını düşürmede daha rahat davranabildikleri için oldukça maliyetli olabilecek olağanüstü mali önlemlere ihtiyaç duymamışlardır. Diğer taraftan enflasyon hedeflemesi yüksek mali disiplini gerektiren bir rejim olmasından dolayı enflasyon hedefleyici ülkelerin daha güçlü bir maliye politikasına ve buna bağlı olarak kriz döneminde gerekli ayarlamaları yapabilecek bir esnekliğe ve alana sahip olduğu kabul edilmektedir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankası açık bir şekilde düşük ama pozitif bir enflasyonu taahhüt ettiği için kamu oyununun bir deflasyon beklentisi içinde olma ihtimali düşüktür. Bu yüzden son küresel finansal kriz döneminde temel bir problem olarak görülen deflasyon korkusu enflasyon hedefleyici ülkelerde yaşanmamıştır.

Son yaşanan global kriz enflasyon hedeflemesinin kendisini yenilemesi ve yeni koşullara uyum göstermesi açısından önemli bir fırsat olmuştur. Zira enflasyon hedeflemesi rejimi katı kurallardan oluşan bir para politikası çerçevesi değil, tersine uzun dönem amaçlarını tehlikeye sokmaksızın esnek olarak uygulanan bir rejimdir. Bu anlamda merkez bankalarının amaç fonksiyonuna fiyat istikrarı yanında finansal istikrar da eklenmiş, her iki amacı birlikte gerçekleştirmek için faiz oranlarına ek olarak makro ihtiyati araçlar da kullanılmaya başlanmıştır.

KAYNAKÇA

- AGENOR, Piere-Richard and da Silva, Pereira, “Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective From the Developing World”, *Inter-American Development Bank*, 2013,
- AZANGUE, Armand Fouejieu, “Coping with the Recent Financial Crisis, did Inflation Targeting Make Any Difference?”, *Document de Recherche*, n° 2012-05, 2012
- BEAN, Charles, Paustian Matthias, Penalver Adrian and Taylor Tim, “Monetary Policy After the Fall”, in ‘*Makroeconomic Challenges: The Decade Ahead*’, Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2010
- BERNANKE, Ben S., “Monetary Policy and the Housing Bubble”, *Speech at Annual Meeting of the American Economic Association*, Atlanta, Georgia, January 3, 2010
- BERNANKE, Ben S., “The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice”, *Remarks at the 56th Economic Conference*, Federal Reserve Bank of Boston, October 18, 2011
- BLINDER, Alan S., “Commentary: Monetary Policy After the Fall”, in *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, Symposium Jackson Hole, Wyoming, from Aug. 26-28, 2010
- BORIO, Claudio, “Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters” *BIS Working Papers*, No.353, September 2011
- BUITER, Willem H. “Central Bank and Financial Crises”, in *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Jackson Hole Wyoming, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Politic Symposium, August 21-23
- CARNEY, Mark J., “Comentary: Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity”, in *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Jackson Hole, Wyoming. August 2009,
- CARNEY, Mark, “Monetary Policy After the Fall”, *Remarks at Eric J. Hanson Memorial Lecture*, University of Alberta, Edmonton, Alberta, 1 May 2013
- CLAESSENS, Stijn, Habermeier Karl, Neir Erlend, Kang Heedon, Mancini-Grifolli Tommaso, and Valencia Fabian “The Interaction Between Monetary and Makroprudential Policies”, Approved By Olivier Blanchard and José Viñals, IMF, 2013,
- CUARESMA, Crespo Jesús, Gnan Ernest, “Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Instability?”, *Monetary Policy & The Economy* Q3/08, 2008
- CUKIERMAN, Alex, “Monetary Policy and Institutions Before, During and After The Global Financial Crisis”, *Journal of Financial Stability* xxx (2013) xxx– xxx, 2013
- FILHO, Irineu de Carvalho, “28 Months Later: How Ination Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession”, *MPRA Paper* No. 29100
- FILHO, Irineu de Carvalho, “Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment”, *IMF Working Paper*, WP/10/45, February 2010

- GERLACH, Stefan, “Is Inflation Targeting Passé?”, iç Lucrezia Reichlin and Richard Baldwin(Eds), *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2013
- GERLACH, Stefan, GIOVANNINI Alberto, Tille Cédric, and Vinals José, “Are the Golden Years of Central Banking Over? The Crisis and the Challenges”, *Geneva Reports on the World Economy* 10, 2009
- McCALLUM, Bennett T., “Should Central Banks Raise Their Inflation Targets?”, *Economic Quarterly*, Volume 97, Number 2, Second Quarter 2011, pp.111-131
- MISHKIN, Frederic S., “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”, *NBER Working Paper* No. 16755, February 2011
- ORPHANIDES Athanasios, “Monetary Policy Lessons from the Crisis”, *Central Bank of Cyprus Working Paper* 2010-1, May 2010
- SMETS, Frank, “Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?”, in *Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges*, Sveriges Riksbank Economic Review, 2013:3 Special Issue
- STIGLITZ, Joseph E., “The Failure of Inflation Targeting”, *Project Syndicate*, May 2008
- STİGLITZ, Joseph E., “Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis”, Remark at IMF Makro Conference: ‘*Monetary Policy in the Wake of the Crisis*’ Washington, DC, 2011
- SVENSSON Lars E.O., “Comment on Michael Woodford, Inflation Targeting and Financial Stability”, *Sveriges Riksbank Economic Review* 2012:1
- SVENSSON, Lars E. O., “Inflation Targeting and Financial Stability”, Policy Lecture at the CEPR/ESI 14th Annual Conference on *How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?*, October 28–29, 2010 Central Bank of Turkey, Izmir
- SVENSSON, Lars E. O., “Challenges to Central Banking in the Context of Financial Crisis”, Speech at the International Research Conference Mumbai, 12 February 2010. BIS Review 16/2010
- SVENSSON, Lars E.O. “Inflation Targeting and Leaning against the Wind”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 10 No. 2, June 2014,
- SVENSSON, Lars E.O., “Inflation Targeting”, *NBER Working Paper* 16654, 2010
- TAYLOR, John B., “Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June 2010
- WALSH, Carl E., “Inflation Targeting: What Have We Learned?”, *International Finance* 12:2, 2009
- WOODFORD, Michael, “Inflation Targeting and Financial Stability,” *NBER Working Paper* No. 17967, April 2012,