

KRİZ VE PARA POLİTİKALARI: PARA POLİTİKALARININ BAŞARISIZLIĞI ÜZERİNE

Erkan TOKUCU¹

Özet

Amerika Birleşik Devletleri'nde 2007 yılında başlayan finansal kriz çok sayıda etkenin bir araya gelmesiyle oluşmuştur; artan likidite bolluğu, finansal piyasaların yeterince denetlenmemesi, Amerika Birleşik Devletleri'nde faiz oranlarının 2001-2005 yılları arasında düşük olması, maliye politikalarının azalan önemi, 1990'lardan itibaren finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler gibi etkenler krizin oluşmasını sağlayan etkenlerdir. Krizle birlikte hem akademisyenler hem de politikacılar tarafından krizin nedenleri hakkında çok sayıda argüman ileri sürülmektedir. Bu argümanlardan birisi de kriz döneminde uygulanmakta olan para politikalarıyla ilgilidir. Enflasyon oranlarının tek gösterge olarak alınması, politika aracı olarak faiz oranlarının tercih edilmesi ve finansal piyasalardaki gelişmelerin para politikası modeline dahil edilmemesi gibi konular en çok tartışılan konulardandır.

***Anahtar Kelimeler:** Para Politikaları, Yeni Keynesyen Para Politikaları, Taylor Kuralı, Finansal Kriz*

***JEL Sınıflaması:** G 01, E 52, E 58*

The 2007 Financial Crisis and Monetary Policies: On the Monetary Policies's Failure

Abstract

The last financial crisis that has started in USA at 2007 has occurred by combining many factors such as increasing liquidity in the world, deficient supervision in the financial markets, falling interest rates in USA and EU between

¹ Yrd. Doç. Dr., Kafkas Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü.

2002-2005, decreasing significance of fiscal policies in recent years and developments in the financial markets. With the crisis, many arguments regarding reasons of 2007 financial crisis have been asserted by academics and politicians. One of these arguments is about monetary policy that has been used during the crisis. In this context, subjects, such as acceptance of inflation rates as an indicator, favouring interest rates as a policy tool, and the monetary policy model that excludes developments in financial markets, are the most controversial matters.

Keywords: *Monetary Policies, New Keynesian Monetary Policies, Taylor Rule, Financial Crisis.*

JEL Classification: *G 01, E 52, E 58*

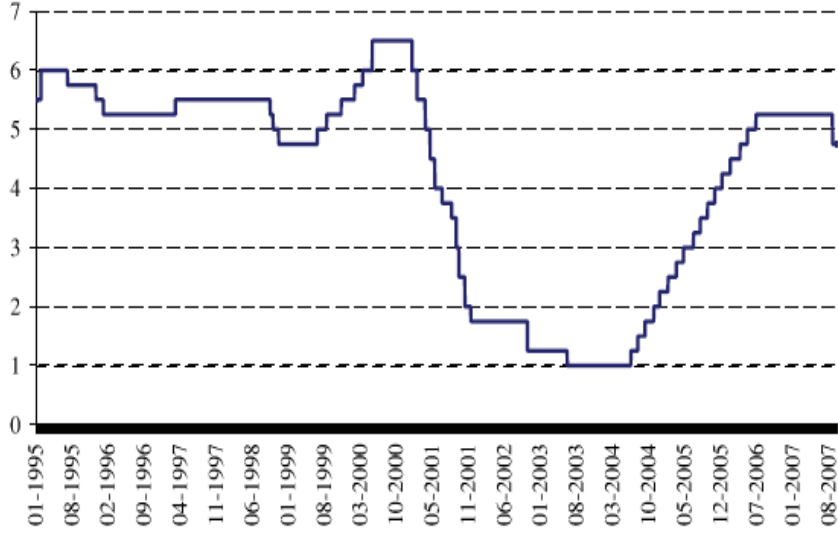
Giriş

2007 krizi finansal piyasalardan kaynaklanan bir krizdir. Finansal piyasalardan başlayarak reel piyasalara yansımış ve çok sayıda şirketin iflas etmesine yol açmıştır. Kriz finansal piyasalarda başlamış olmasına rağmen krizin oluşmasını sağlayan şartlar sadece finansal piyasa kaynaklı değildir. Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) yönetimin ve para otoritelerinin de finansal piyasalardaki ortamın uygun hale gelmesini teşvik eden uygulamaları da söz konusudur. Faiz oranlarının 2001 teknoloji balonundan sonra birkaç yıl düşük düzeylerde tutulması, ABD'de Bush döneminde gelir grubu düşük ailelerin konut sahibi olabilmesi için gerekli kolaylıkların sağlanması, uygulanan para politikası modelinin taşıdığı eksiklikler finansal krizi hazırlayan ancak finansal piyasalar dışında gerçekleşen olaylardır. Bunların yanı sıra finansal piyasalarda yeni finansal tekniklerin ve araçların geliştirilmesi, bankacılık sisteminde varlığa dayalı menkul kıymet gibi araçlarla yeni fon kaynakları oluşturulması ve riskin yayılması, denetim eksikliği gibi konular da finansal krize zemin hazırlayan finansal piyasa kaynaklı gelişmelerdir. Dolayısıyla krizin tek bir sebebi yoktur ve buna bağlı olarak da krizden çıkış için önerilebilecek tek bir reçete mümkün değildir.

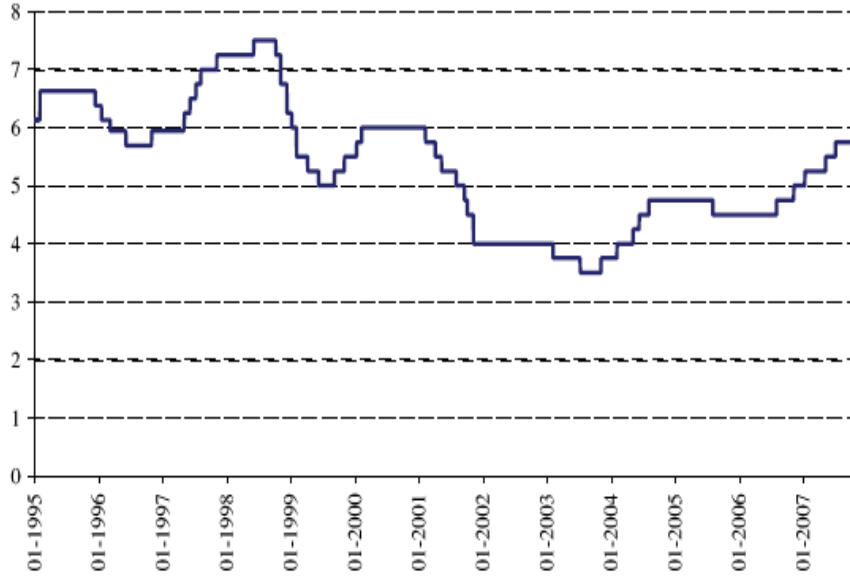
Makalede öncelikle krizin oluşum süreci ile ilgili daha sonra da kriz döneminde uygulanan para politikalarına dönük eleştirilerle ilgili bilgi verilecektir. Bu çerçevede uygulanan para politikasının teorik arka planı hakkında ve para politikalarının kriz döneminde neden başarılı olamadığı konusunda literatürde gerçekleştirilen tartışmalar makalenin ana konusudur. Para politikalarının dışında krizle ilişkili diğer konulara sadece değinilecektir.

1- Krize Giden Süreç

Krizin ABD’de başlaması eşik altı konut piyasalarındaki (subprime mortgage) bozulmalardan sonradır. Bu piyasalardaki bozulma aslında 2000’li yıllarda başlayan bir sürecin sonucudur. 2000’li yıllarda oldukça yüksek düzeylere ulaşan ve 2001 yılında patlayan teknoloji balonu, süreç içerisinde ilk adım olarak görülebilir. Şöyle ki teknoloji balonu patladıktan sonra çok sayıda teknoloji şirketi iflas etmiş ve önemli kayıplara ulaşmıştır. Sadece şirketler değil aynı zamanda bu şirketlere yatırım yapanlar da zarara uğramış ve Merrill Lynch gibi şirketler de yüksek tazminatlar ödemek zorunda kalmışlardır. Krizin etkilerini gidermek ve düşen talebi tekrar yükseltmek için Amerikan Merkez Bankası (FED) faiz oranlarında indirime giderek 2001 yılından itibaren %1 düzeylerine kadar indirmiştir. Sadece Amerika’da değil Avrupa’da da teknoloji balonu patladıktan sonra merkez bankaları fiyat deflasyonunun oluşabileceği endişesine kapılarak 2001 yılından 2005 yılına kadar faiz oranlarını düşürdüler (Goodhart, 2008:332). FED’in yaklaşık 5 yıl gibi süreyle faiz oranlarını düşük tutması ABD’deki konut balonu için uygun ortamı hazırlamıştır. Süreç içerisinde bankalar düşük faiz oranı üzerinden ve kısa vadeli borçlanarak bunları uzun vadeli kredi plasmanına özellikle de konut kredilerine aktarmıştır (Yılmaz, 2008:1). Çünkü deflasyon korkusundan dolayı düşürülen faiz oranları likidite bolluğundan dolayı yatırım fırsatları arayan ekonomide dolaşan daha çok para demektir ve subprime ipotek kredileri tek fırsattır (Neal, 2008:19). Sadece bankalar değil kredi kuruluşları da ortamın uygunluğundan faydalanarak kredi geçmişi uygun olmayan tüketicilere de kredi vermiş ve bu sayede kârlarını artırmayı hedeflemiştir. Kredi kullanımının giderek yaygınlaşması ve buna bağlı olarak konut piyasasında artan talepten dolayı konut fiyatları da artmaya başlamıştır. Artan konut fiyatları ise tüketicilerin daha fazla kredi kullanmalarını mümkün kılmıştır çünkü tüketici bankadan aldığı krediyi geri ödeyemediğinde banka yüksek fiyatlı gayrimenkülü satarak verdiği krediyi geri alabilme imkânına sahipti (Apak ve Aytaç, 2009:139).

Grafik 1: ABD'de Faiz Oranları

Kaynak: Godhart, 2008, s.333.

Grafik 2: İngiltere'de Faiz Oranları

Kaynak: Godhart, 2008, s.333.

Yukarıda yer alan iki grafik ABD ve İngiltere’de 2001 yılından sonra faiz oranlarındaki düşüşü göstermektedir. Faiz oranlarındaki bu düşüş kredi kullanımını teşvik etmiş ortamın uygun olmasından dolayı gelir düzeyi düşük ailelerde önemli oranda kredi kullanmıştır.

Krizin yaşanması sadece artan kredi miktarlarına değil aynı zamanda kredi piyasalarında teknolojinin sürüklediği iktisadi yenilik* (inovasyon) dalgasına da bağlıdır. Finansal sistemde artan iktisadi yenilik sayesinde krediye ulaşma imkânları genişledi. İktisadi yeniliklerle ilişkili olan ilk dalga 1990’larda kullanımı artan kredi kartlarıdır (Lacker, 2009: 54). Daha sonra süreç içerisinde özellikle türev piyasalardaki gelişmelerle birlikte, bankalar yeni aktif yönetim teknikleriyle yeni fon kaynakları bulmaya başladılar. Örneğin bankalar riskli eşik altı (subprime) kredilerini menkul kıymetleştirerek bu kredileri bilançolarının dışına çıkardılar ve bu durum kredilerin daha da genişlemesine ve riskin sistem içerisinde yayılmasına yol açtı (Neal, 2008: 19). Menkul kıymetleştirme uygulaması bankalara borçlarını toplama ve menkul kıymetlerini dünya çapında pazarlama imkânı vermiştir. İpoteğe dayalı konut kredilerinin yaygın olmasının nedeni sağlam bir riske sahip varlığa dayalı menkul kıymetleri üretmiş olmalarıydı. Bankalar bilançoları dışında ellerinde tutacakları finansal araçları oluşturan açık olmayan ve giderek karmaşıklaşan finansal araçları desteklemek için ipotekler kullandılar. Derecelendirme kuruluşları bu gibi araçları diğer borç verme türleriyle karşılaştırıldığında yüksek bir şekilde derecelendirmişlerdir. Riski yaymalarından dolayı piyasa düzenleyicileri bu araçları tehlikesiz olarak kabul etmiştir (Bayne, 2008: 4).

Bu süreçte kredi derecelendirme kuruluşlarının da çok büyük etkisi olmuştur. Derecelendirme kuruluşları, değerlendirme tahminlerini geçmişe göre yaptıkları ve bundan dolayı geçmişteki yükselen konut fiyatları dönemini dikkate aldıkları için, teminat altına alınmış ipotek yükümlülüklerini giderek artan ölçüde desteklemişlerdir. Bu da konut ipoteği oluşturanları, konut kredisi verme uygulamalarını daha da teşvik etmiştir. Bu uygulama üç tehlikeli olumsuzluğu gizlemiştir. Birincisi, parasal gücü olmayan müşterilere ev satın almaları için aşırı seviyelerde borç vermeyi teşvik etmiştir. Bankalar risk almadıkları için borcun geri

* İktisadi yenilik İngilizce innovation teriminin karşılığında kullanılmıştır. Innovation ya da Türkçe kaynaklarda sıklıkla kullanıldığı şekliyle inovasyon yeni bir ürün ya da süreci ifade etmektedir. Bir yeniliğin inovasyon olarak adlandırılabilmesi için o yenilikle birlikte ticari bir başarının da elde edilmesi gerekir. Bu bağlamda İnovasyon = İcat + Ticari Başarı ya da İnovasyon = İcat + Teorik Konsept + Ticari Başarı şeklinde ifade edilmektedir. Ticari bir sonucun elde edilmesi yeniliğin piyasa bağlantısına da gönderme yaptığı için inovasyon yerine, Sarıdoğan’ı takip ederek, iktisadi yenilik kavramını kullandık. Ayrıntılı bilgi için bkz: Ercan SARIDOĞAN (2010), MİKROEKONOMİ VE MAKROEKONOMİ DÜZEYİNDE KÜRESEL REKABET GÜCÜNÜ ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE STRATEJİLER, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Akademik Yayınlar, Yayın No:2010-51, ss.117-136.

ödenmemesi durumunda daha az etkileneceklerini düşünmüşlerdir. Ancak ödememe durumu başladığında sağlam ve çok yüksek değerlenmiş görünen varlığa dayalı araçların değersiz olduklarının kanıtlanmasıyla ikinci olumsuzluk ortaya çıkmıştır. Üçüncü olumsuzluk, başta Alman kurumsal hak sahipleri olmak üzere bazı Avrupalı hak sahiplerinin de edindikleri Amerikan ipotek güvencesinde ortaya çıkan bu sıkıntının tüm dünyaya yayılmasıdır. Yapı olarak yerel görünen konut edinme krizi özellikle ABD ve Avrupa bankaları arasında gittikçe yayılarak uluslararası ölçekte finansal karışıklıklar üretmiştir. Yararlı olduğu düşünülen riskin yayılması kendisinden beklenen yararı göstermemiş bilakis çok kötü durumların ortaya çıkmasına neden olmuştur (Bayne, 2008: 4 ve Soros, 2009: 100).

Kriz sadece bankaların ve banka dışı finansal kesimin verdiği aşırı kredilerden dolayı gerçekleşmedi. Devletin uyguladığı bir takım politikalar ve uluslar arası alanda yapılan düzenlemeler de bankalar ve banka dışı finansal kesim için hem daha fazla kredi vermeleri hem de yeni finansal teknikleri kullanmaları açısından gereken ortamı hazırladı. Wignal (2008:13) bu faktörleri aşağıdaki gibi sıralamıştır:

- Düşük gelirli ailelerin ipotek edinebilmeleri için sıfır faizli tahvil ipotek önerilerinin Bush yönetiminde işler hale getirildi.
- Daha sonra Federal Ev Edindirme Kuruluşu Yönetimi Fannie Mae ve Freddie Mac'in düzenleyicisi hükümet destekli iki menkul kıymetleştirme yapısı üzerinde, sisteme katılan çok sayıda düşük gelirli ipoteklerle bankaların faaliyette bulunmaları sağlandı.
- Uluslararası Bankacılık Düzenlemesiyle ilgili Basel II anlaşması açıklandı ve bankalar için arbitraj fırsatının yolunu açan bilanço dışı faaliyetlerin hızlanmasına neden oldu.
- Amerikan Sermaye Piyasası (U.S. Securities and Exchange Commission-SEC) birleştirilmiş denetimli kuruluş programı altında sermaye hesaplamalarını kullanarak risklerini dağıtmak amacıyla düzenleme değişikliklerinden yatırım bankalarının isteyerek yararlanmalarına izin verdi*.

Verilen denetimsiz kredilerden dolayı tutsat (mortgage) piyasalarındaki eşik altı tutsat oranı 2006'da % 20 gibi yüksek bir orana ulaşmıştır. Fakat piyasalarda

* 2004 öncesi aracı satıcılar net sermaye 15:1 borç oranına izin veren sıkı kurullarla düzenlenmişlerdir. Yeni düzenleme altında yatırım bankaları kendilerine bazı durumlarda kaldıraç oranlarını 40:1'e kadar yükseltmeye izin veren daha az sıkı kurullar içeren SEC birleştirilmiş gözetimini gönüllü olarak kabullenebildiler.

rüzgâr ters esmeye başladıktan sonra 2006 yılında gayrimenkul piyasasında durgunluk başladı ve konut fiyatlarında düşüşler oldu. Konut fiyatlarının düşmesi, fiyatların yükseleceği beklentisiyle yüksek faizle borçlanan tüketicileri zor durumda bıraktı ve değişken faizli kredi kullanan yatırımcılar, FED'in faiz artırımını sonucunda yüksek faiz yüküyle karşı karşıya kaldı (Apak ve Aytaç, 2009: 140).

Faiz oranlarının yükselmeye başlaması ile 2007 yılının baharında New Century Financial Şirketi iflas etti ve konut fiyatlarında önemli oranda düşüşler yaşandı ve kriz Ağustos 2007'den itibaren diğer piyasalara da yayılmaya başlayarak etkisini iyice belli etmeye başladı. Yaşanan bu son kriz 1998 yılındaki Uzun Vadeli Kapital Yönetimi** fiyaskosu ve 2000'lerin hemen başındaki teknoloji balonundan farklı olarak belirli firmalar veya sektörlerle sınırlı kalmamış sistemin tümüne yayılmış hatta sistemi çöküşün eşiğine getirmiştir (Wignal v.d, 2008: 14).

Federal Ev Edindirme Kuruluşu Yönetimi, Fannie ve Freddie üzerinde daha büyük sermaye gereklilikleri ve bilanço kontrolleri uyguladığında onlara ipotek satmış olan bankalar gelir açıklarıyla ve bir kazanç kesintisiyle karşılaştılar (Wignal v.d, 2008: 15). 2007 Ağustos ayından itibaren küresel para ve sermaye piyasalarında yaşanan dalgalanmaların en önemli unsurları arasında uluslararası likiditenin bolluğuna bağlı olarak genişleyen kredi mekanizması ve bunun yol açtığı sürekli artan talep gösterilebilir. Hammadde ve tüketim mallarına yönelik talep artışı beraberinde talep ve maliyet enflasyonu ortamını hazırlayarak geleceği belirsizleştirmekte, risk algısını güçlendirmekte ve küresel sermayenin dolaşımını etkileyerek uluslararası para sisteminde çalkantı meydana getirmektedir (Apak ve Aytaç, 2009: 138).

Son kriz bir bakıma kapitalist sistemin kriz yaratabilme potansiyelinin tekrar görülmesine yol açmıştır. Bu durum Minsky'nin bakış açısıyla daha netleşmektedir; istikrarlı dönemlerde bankaların ve diğer finansal kuruluşların daha fazla risk alma konusunda cesaretleri artar. Yatırımlarda güvenli finansman yerine spekülatif finansman ve ponzi finansman daha çok görülmeye başlanır ve sistemdeki risk artmaya başlar. Yani yaşanan finansal krizin tek sorumlusu yanlış politikalara imza atan hükümetler değil aynı zamanda piyasanın kendisidir de (Galbraith, 2008: 6).

** Uzun Vadeli Kapital Yönetimi (LongTermCapital Management-LTCM): Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulmuş olan bir yatırım fonu şirkettir. Şirketin temel amacı piyasalarda küçük fiyat farklarından yararlanarak yüksek karlar elde etmektir. Küçük fiyat farklarından yararlanmanın yolu ise portföyde çok yüksek miktarda varlık bulundurmaktır. Ancak bu şirket 1998 Asya Krizi'nin yol açtığı olumsuzluklardan dolayı 02 Eylül 1998 tarihinde battı.

2. Kriz Döneminde Uygulanan Para Politikalarının Teorik Çerçevesi

1990'lı yıllardan itibaren birçok ülkede merkez bankaları tarafından uygulanan para politikaları Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı olarak adlandırılan politikalar. Bu politikalar aynı zamanda Yeni Uzlaşma para politikaları olarak da adlandırılmaktadır. Bu politika Taylor Kuralı olarak adlandırılan basit araç kuralı ile uygulanmaktadır. Taylor Kuralı'nın basit gösterimi şu şekildedir (Sawyer, 2009: 551):

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1 \quad (1)$$

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2 \quad b_2 + b_3 = 1 \quad (2)$$

$$R_t = RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T) + s_3 \quad (3)$$

Y_t^g : çıktı açığı, R : nominal faiz oranı, p : enflasyon oranı, p^T : hedeflenen enflasyon oranı, RR^* : denge reel faiz oranı, s : stokastik şoklar, E_t : t dönemindeki beklentiler i ifade etmektedir.

(1) numaralı denklem, çıktı açığındaki değişimi göstermektedir ve çıktı açığındaki değişim geçmişteki çıktı açığına, gelecekteki çıktı açığına ve reel faiz oranlarına bağlıdır. (2) numaralı denklem Philips Eğrisi'ni temsil etmektedir ki burada enflasyon; cari çıktı açığına, geçmiş ve beklenen enflasyon değerlerine bağlıdır. (3) numaralı denklem ise merkez bankası tarafından belirlenen nominal faiz oranlarını ifade etmektedir ki bu eşitlik aynı zamanda Taylor Kuralı olarak da ifade edilmektedir. Bu kurala göre nominal faiz oranı; reel faiz oranına, beklenen enflasyon oranına, enflasyondaki sapmaya ve bir dönem önceki çıktı açığına bağlıdır. Yani merkez bankası bu değişkenlere bakarak kendi politika faiz oranının düzeyini belirlemektedir.

Bu modelde amaç sıfır çıktı açığının elde edilmesidir. Ekonominin arz yönlü çalıştığı ancak çıktıdaki sapmaların daha çok talep kaynaklı olduğu kabul edilir ve faiz oranları ile toplam talebin toplam arzla eşitlenebileceği varsayımı yapılır. Hedef enflasyon ve sıfır çıktı açığının elde edilebilmesi bu bağlamda merkez bankasının bu amaçlara ulaşılmasını sağlayacak uygun faiz oranını belirleyebilme yeteneğine bağlı olacaktır.

Merkez bankası enflasyondaki ve çıktıdaki sapmalara bağlı olarak politika faiz oranlarını belirlemekte ve aktarma kanallarıyla ekonomiyi, aslında toplam

talebi, etkilemeye çalışmaktadır. Enflasyonun temel sebebi olarak toplam talep gösterilir ve arz yönlü enflasyon oluştuğunda merkez bankasının elindeki para politikası araçlarının arz yönlü enflasyonla mücadele etmek için yeterli olmadığı ileri sürülür. Toplam talebi etkileme bağlamında faiz oranlarına ilişkin alınan kararlar; faiz oranlarındaki değişimin zamanlaması, büyüklüğü, toplam talep üzerindeki etkisinin öngörülebilirliği oldukça önem arz etmektedir. Daha yüksek faiz oranlarının toplam talebi azaltacağı ve azalan toplam talebinde enflasyonu düşüreceği kabul edilmektedir. Merkez bankası kısa vadeli nominal faiz oranlarını değiştirdiğinde, yapışkan fiyatlardan dolayı, reel faiz oranları da değişecek ve reel faiz oranlarındaki bu değişime bağlı olarak tüketim ve yatırım miktarları azalacak ve böylece yurtiçi toplam talep düzeyi azaltılmış olacaktır. Ekonomi dışı açıksa, değişen reel faizler reel döviz kurunu etkileyecek ve bu daha sonra ithalatı ve ihracatı etkileyecektir. Sonuçta toplam talep düşerek beklentileri ve hedeflenen enflasyonu düşürecektir. Ancak burada enflasyonu düşürmek amacıyla faiz oranlarındaki artışın firma maliyetlerini artıracığı ve bu artışın da fiyat artışlarına neden olacağı göz ardı edilmektedir (Angeriz ve Arestis, 2009: 570).

Neden faiz oranlarıyla toplam talep ve enflasyon arasında bir ilişki kurulmaktadır? Bunun cevabı, Wicksell'in doğal faiz oranı yaklaşımında ileri sürdüğü argümanlardır. Wicksell, analizine tek bir mal için arz ve talep arasındaki ilişkiden başlar. Eğer bir malın talebi arzından daha yüksek ise o malın piyasadaki fiyatı yükselecektir. Aynı şekilde bir ekonomide toplam talep toplam arzdan büyükse fiyatlar genel düzeyi yükselecek yani enflasyon oluşacaktır. Bu bağlamda enflasyonu açıklamaya çalışan bir teori aynı zamanda toplam talep ve toplam arz hareketlerini de açıklamakta başarılı olacaktır. Wicksell'in analizinde toplam talebin artmasına neden olan ana etken bankacılık sektörüdür. Bankacılık sektörü kredi faiz oranlarını düşük düzeyde belirlediklerinde yatırımcıların daha fazla kredi almalarını teşvik edeceklerdir. Çünkü düşük faiz oranları beklenen net hasılanın değerini yükseltecektir. Bu durum yatırım malları talebinin ve oradan da toplam talebin artmasına yol açacaktır. Yatırım malları talebinin artması aynı zamanda yatırım malları sektöründeki fiyatları ve ücretleri yükseltecektir. Böylece genel fiyat düzeyi de artacaktır. Bu analizde fiyatlar genel düzeyinin yükselmemesi için banka faiz oranlarının uygun bir düzeyde belirlenmesi gerekir. Bu uygun düzey ise fiyatların değişmeden kalmasını sağlayacak düzeydir ki bu düzeye doğal faiz oranı denmektedir. Eğer bankalar kredi faiz oranlarını doğal faiz oranından daha yüksek ya da daha düşük belirlerse bu durum enflasyona ve deflasyona neden olacaktır (Weber v.d, 2008: 51).

3. Merkez Bankalarının Krize Tepkileri

2007 yılının ikinci yarısından itibaren finansal piyasalarda aksaklıklar görülmeye başladıktan sonra birçok merkez bankası uygulayacağı politikalarla ilgili olarak bir ikilemle karşılaşmıştır. Çünkü bir taraftan mal piyasalarında artan enflasyon oranları enflasyon beklentilerini körüklerken diğer yandan finansal piyasalarda varlığa dayalı menkul kıymetlerden kaynaklanan olumsuzluklar ekonominin reel sektörüne doğru yayılıyordu. Bu durumda merkez bankalarının uygulayacağı politikanın hem enflasyonu düşürmesi en azından artışını durdurması diğer yandan da finansal piyasalarda güven ortamının tesis edilerek krizin reel ekonomiye yayılmasını önlemesi gerekiyordu. Bu amaçla finansal piyasalarda kredi koşullarının iyileştirilmesi için faiz oranlarının kısılması gerekirken, enflasyonla mücadele için faiz oranlarının yükseltilmesi gerekmekteydi. Bu bağlamda finansal istikrar adına faiz oranları düşürülürse merkez bankalarının bu tutumu fiyat istikrarı açısından ayrılması şeklinde yorumlanabilirdi ki sonuçta enflasyon beklentilerinin artma riski vardı. Buna karşılık merkez bankasının enflasyonla mücadele için faiz oranlarını artırması finansal piyasalardaki çalkantının daha da artmasına yol açabilirdi. Böyle bir politika ikilemi merkez bankalarının kriz döneminde karşılaştıkları önemli bir problemdi ve bu ikilem merkez bankalarının krize müdahale etme noktasında gecikmelerine neden oldu (BIS, 2008: 60).

Merkez bankalarının kriz döneminde karşı karşıya kaldıkları bir diğer ikilem de enflasyon oranları ile büyüme oranlarının ters yönlü hareketidir. Yukarıda verilen eşitlikten de görüleceği üzere Taylor Kuralı çerçevesinde hem enflasyonda ve hem de büyümede artış olduğunda faiz oranlarını artırmak uygun bir yoldur. Ancak enflasyon oranlarında artış varken aynı zamanda büyüme oranları düşüyorsa faiz oranlarının hangi yönde hareket ettirilmesi gerektiğinet değildir ve bu konudaki kararsızlık belki de krizin derinleşmesine yol açan unsurlardan birisidir. Nitekim hem gelişmiş ekonomilerde hem de gelişmekte olan ekonomilerde 2008'in ilk döneminde gıda ve enerji fiyatlarından kaynaklanan nedenlerden dolayı enflasyonda artışlar olurken büyüme rakamları özellikle yılın ikinci yarısından itibaren giderek azalmaya başlamıştı (BIS, 2009: 92).

Para politikasının genel çerçevesinden kaynaklanan bu problemlerin yanı sıra finansal piyasalardaki çalkantının devam edip etmeyeceği ve buna bağlı olarak da reel ekonomiye etkilerinin ne derece olup olmayacağı net olmadığı için merkez bankaları krize geç müdahale ettiler. Krize geç müdahale edilmesinin bir diğer nedeni ise otoritelerin alt piyasa krizinin kısmi ve izole edilmiş bir kriz olduğuna inanmalarıydı. Bu sebeplerden dolayı merkez bankaları verecekleri tepkinin ölçüsünü belirleyebilmek için daha çok bilginin elde edilebilmesi amacıyla biraz daha beklemeyi tercih ettiler (Soros, 2009: 108). FED bu mantıkla hareket ederek aşırı

müdahaleden kaçındı ve Ağustos 2007 tarihinde % 1 civarında ve Ocak 2008 tarihinde % 2,5 civarında faiz oranlarında indirim gitti fakat yapılan bu indirim yeterli değildi. FED'in bu davranışı İngiltere Merkez Bankası ve Kanada Merkez Bankası tarafından da tekrarlandı. Bu iki merkez bankası da başlangıçta faiz oranlarını sabit tutmuşlar daha sonra İngiltere Merkez Bankası Aralık 2007'de 75 baz puan, Kanada Merkez Bankası da Aralık 2007 ile Nisan 2008 arasında kümülatif olarak %1.5 oranında faiz indirimine gitmiştir (BIS, 2008: 61). Kriz ilerledikçe ve derinleştikçe merkez bankaları faiz oranlarında daha da fazla indirim gittiler fakat faiz oranlarındaki indirim krizin derinleşmesini ve yayılmasını engelleyemedi. Çünkü faiz oranlarındaki indirimle rağmen bankalar merkez bankası kaynaklarını kullanmakta isteksiz davrandılar ve bunun üzerine borçlanma imkanlarının artırılması amacıyla bankaların likiditelerinin artırılmasına dönük kolaylıklar sağlandı. Bankalar kriz döneminde likidite penceresinden yararlanmak istemedikleri için merkez bankası vadeli açık artırma kolaylığı (TAF, Term Auction Facility) olarak adlandırılabilir bir para politikası aracı geliştirdi. Bu araçla yaklaşık bir ay vadeli önceden belirlenen kredi miktarı için açık artırma yapılmaya başlandı (Krohn ve Gruver, 2008: 17). Çünkü gelinen noktada faiz silahı etkili olmamakta ve para politikalarını açık piyasa işlemleri gibi araçlarla yönetmek çözüm getirmemekteydi. Para politikalarının aktarma kanalları da etkin bir şekilde işlememekteydi. Problemin giderek büyümesinin en önemli nedenlerinden birisi yatırımcıların artık piyasalara güvenmemelerinden dolayı piyasaları fonlamak istememeleriydi. Artan likidite ihtiyacından dolayı merkez bankaları standart uygulamaların dışına çıkarak finansal piyasaları fonlamaya başladılar (BIS, 2008: 67).

Finansal sektördeki aksamaların reel ekonomiyi etkilemesi üzerine FED'in parasal önlemleri giderek genişletmesinin ekonomi üzerindeki etkileri çok kısıtlı olmuş ve iktisadi faaliyet hacminde azalmalar olmuştur. Bu durumun üç temel nedeni vardır (Soros, 2009:116-117):

- Son yıllarda ortaya çıkan piyasalar ve finansal araçlardan oluşan finansal yenilikler,
- Dünyada azalan dolar tutma isteği,
- Bankaların sermaye tabanlarının bozulması ve FED tarafından sağlanan parasal desteği müşterilerine aktarmakta isteksiz davranmalarındır.

Para politikalarını uygulayanların hem krizi öngörme hem de krizi engelleme noktasında niçin başarısız olduğu sadece yukarıda verilen nedenlere bağlı değildir. Daha derinlerde yatan nedenler de vardır ki bu nedenler uygulanan para politikalarının genel çerçevesiyle ilişkilidir. Son yıllarda Yeni Uzlaş (New Konsensüs) para politikalarına bu bağlamda önemli eleştiriler yöneltilmektedir. Bu

eleştirilerin önemli bir kısmı 1990'lardan beri Post Keynesyen İktisatçılar tarafından yöneltilmekteydi. Ancak bu son krizden dolayı yerleşik iktisat mantığı içerisinde geliştirilmiş modelleri uygulayan Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi kurumlar ve bu kurumlarda Blancard gibi başiktisatçı olan iktisatçılar da artık Yeni Uzlaşma para politikalarının bazı yönlerden eksik olduğunu ve para politikası stratejinin geliştirilmesi gerektiğini ileri sürmektedir.

Bu bölümde Yeni Uzlaşma para politikalarına hem Post Keynesyenler hem de yerleşik iktisat içerisinde yöneltilen eleştirilere yer verilecektir. Yeni Uzlaşma iktisat modelleri çerçevesinde geliştirilen para politikalarının hem teorik bir takım eksiklikleri söz konusudur hem de gelişen finansal piyasalarda uygulanma ve başarı elde etme olasılığı giderek azalmaktadır.

4. Para Politikaları Kriz Döneminde Neden Başarılı Olamadı?

1990'lardan beri birçok ülkede uygulanan Yeni Keynesyen para politikalarının kriz döneminde başarılı olamaması ve krizden çıkış için maliye politikalarının uygulanması para politikaları üzerinde tekrar düşünülmesini gündeme getirmiştir. Aşağıda da anlatılacağı üzere IMF gibi kurumlar bile Yeni Keynesyen para politikalarını sorgulamaktalar ve para politikalarının değişen dünya piyasalarına ayak uydurabilmesi için revize edilmesi ve para politikası çerçevesinin genişletilmesini önermektedirler.

Yapılan eleştirilerin bir kısmı modelin teorik yönüyle ilgiliyken bir kısmı da teorinin öngördüğü politika araçları ile finansal ve reel piyasalardaki gelişmeler arasındaki uyumsuzluklarla ilgilidir. Teorik olarak özellikle enflasyonun kontrol altına alınması noktasında para politikaları çerçevesinde yürütülen faiz politikalarının etkin olup olmadığı tartışılırken pratik olarak da finansal piyasaların hızla gelişmesiyle birlikte para politikalarının aktarma kanallarının etkin bir şekilde işleyip işlemediği tartışılmaktadır. Aşağıda bu konularla ilgili tartışmalar ana başlıklar altında verilmektedir.

4.1. Enflasyon Oranlarının Para Politikası İçin Tek Ölçü Olarak Alınması

Enflasyonun ve deflasyonun olmadığı bir ortam yani fiyat istikrarı günümüzde merkez bankalarının birçoğu için birincil amaçtır. Fiyat istikrarı enflasyon oranlarının düşük ve istikrarlı olduğu bir durumu ifade etmektedir. Fiyat istikrarı önemlidir çünkü fiyat istikrarı sağlandığında para, kendisinden beklenen fonksiyonları kolay bir şekilde yerine getirebilecektir. Enflasyonun düşük ve

istikrarlı olduğu bir ortamda geleceğe dair beklentiler olumlu olacağı için risk primi ve faiz oranları düşük olacak ve sözleşmeler daha maliyetsiz bir şekilde yapılabilecektir. Bu faydalarından dolayı birçok merkez bankası için fiyat istikrarının elde edilmesi ve kalıcı kılınması para politikaları için temel hedeftir ve birçok ülkede bu hedef merkez bankalarını düzenleyen yasalarda da ifadesini bulmaktadır. Merkez bankaları için enflasyonun bu derece ön plana çıkarılması bir taraftan merkez bankalarının iktisadi faaliyetlerden ziyade enflasyona odaklanmak istemelerinin diğer taraftan da Yeni Keynesyenler tarafından geliştirilen enflasyon hedeflemesi yaklaşımının bu isteğe uygun modeller sunmasının bir sonucudur. Enflasyonu kontrol altına alan bir merkez bankası böylece itibarını da sağlamış olacaktır (Blanchard v.d, 2010: 3).

Bu amaçla merkez bankaları TÜFE veya ÜFE gibi endeksler üzerinden enflasyon ölçümleri yapar ve gerektiğinde faiz oranlarını enflasyonu belirlenen düzeyde tutabilmek amacıyla yükseltip düşürebilir. Fakat enflasyon ölçümleri yapılırken şöyle bir problem bulunmaktadır: fiyat endeksleri hesaplanırken endekse daha çok tüketici mallarının dahil edilmesi ancak gayri menkul ve hisse senedi gibi varlıkların fiyatlarının endekse dahil edilmemesi durumunda endeks enflasyonun ölçümünde güvenilir olabilir mi? (Issing, 2009: 45). Ya da güvenilir olsa bile tek başına enflasyonun kontrol altında tutulması finansal ve reel kesimin de istikrarını garanti edebilir mi?

Bir ekonomide varlık fiyatlarında meydana gelen değişimlerin istihdam ve çıktı üzerinde etkileri vardır. Ancak varlık fiyatlarında bir değişim meydana geldiğinde enflasyon oranları bu değişimi yansıtmayabilir ki bunun temeldört nedeni vardır (Palley, 2005: 92);

- Varlık fiyatları enflasyon ölçümleri içinde yer almamaktadır. Bundan dolayı varlık fiyatları değiştiğinde enflasyon bu değişimleri yansıtmamaktadır.
- Küreselleşen ve serbestleştirilen bir uluslararası iktisadi ortamda, varlık fiyatlarında meydana gelen artışların ya da borçlanmaların neden olduğu harcamalar ticaret açığı verilerek karşılanabilir. Bu durumda, yurtiçi fiyat düzeyi üzerinde çok az etki oluşurken harcamaları gerçekleştiren iktisadi birimlerin bankalara borçlarını artırabilir. Bankalar da bu borçlanmaları yurt dışından fon bularak karşılama yolunu tercih edebilirler.
- Varlık fiyatları, toplam talep ve enflasyonla ilişkili olmayacak şekilde mali piyasalarda bazı tehlikelerin oluşmasına neden olacak şekilde yükselebilir. Örneğin varlık fiyatlarında meydana gelen artış, iktisadi

birimlerin borçlanarak yeni varlık alımını teşvik edebilir. Sonuçta hem varlık fiyatları tekrar artmış olur hem de borçlanma düzeyi yükselmiş olur. Borçların çok artması belli bir noktadan sonra borçların sürdürülemez olmasına neden olacağı için bu durum mali sistemin çökmesine de yol açabilir.

Varlık fiyatları şirketlerin ve hanehalklarının harcama kararlarını da etkilemektedir. Örneğin gayrimenkul sahipleri gayrimenkul fiyatları arttığında gelir seviyeleri de artacağı için tüketimlerini artırabilirler. Borsada hisse senetlerinin fiyatlarının artması yatırımların hisse senedi ihraç yoluyla finansmanın maliyetini düşüreceği içi özel sektörün yatırım harcamalarını artırabilir. Refah etkisi de denilen bu etkiler aracılığıyla varlık fiyatlarında meydana gelen değişimler harcamalar kanalıyla enflasyon için temel alınan endeksleri etkileyecektir. Ancak enflasyon hedeflemesi yaklaşımı çerçevesinde geliştirilen para politikaları varlık fiyatlarının bu etkilerini dikkate almamaktadır (Issing, 2009: 46). Bundan dolayı enflasyon üzerinde direkt olarak etkisi olmayan ancak hem mali piyasaları hem de bir bütün olarak ekonomiyi etkileyen varlık fiyatlarındaki değişikliklere karşı para politikası herhangi bir tepki veremeyecektir (Arestis ve Sawyer, 2003: 9).

Merkez bankası enflasyon oranlarına odaklı bir para politikası yürüttüğünde varlık fiyatlarındaki artışın neden olacağı bir çevrimin yol açabileceği krizi öngöremeyebilir. Çünkü çevrimin genişleme aşamasında kredilerdeki ve varlık fiyatlarındaki artış iki nedenden dolayı enflasyonu artırmayabilir ancak çıktıda dalgalanmalara neden olur. İlk olarak genişleme aşamasında potansiyel çıktı miktarı artacağı için bu artış çıktı açığını küçültecek ve enflasyonist baskıları azaltacaktır. Çünkü artan taleple birlikte toplam arz da artacaktır. İkinci olarak genişleme aşamasında görülebilecek verimlilik artışlarından dolayı düşen emek maliyetleri de artan talebin neden olduğu enflasyonist baskıyı azaltacaktır. Ancak kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarındaki artışın neden olduğu çevrim çıktının artmasına neden olacaktır. Bu sebepten dolayı merkez bankaları varlık fiyatlarının neden olduğu çevrim durumlarında sadece enflasyon oranlarına değil aynı zamanda çıktıdaki artışlara da odaklanmak durumundadır (Arestis ve Karakitlos, 2009: 3).

Varlık fiyatlarındaki değişimlerin hem tüketimi hem de enflasyonu etkilemesine rağmen merkez bankaları neden varlık fiyatlarına müdahale etmekten kaçınmaktadır? Çünkü ilk olarak varlık fiyatlarına yapılacak bir müdahale serbest ekonomiye yapılan bir müdahale olarak kabul edilmektedir ve bu müdahalenin sadece finansal piyasaları değil aynı zamanda ekonominin genelini de etkileyeceği ileri sürülmektedir. Müdahale sadece varlık fiyatları artıyor iken bu fiyat artışlarının engellenmesini değil aynı zamanda balon patladıktan sonra balonun patlamasından sorumlu olan spekülörlerin, yatırımcıların ve kar elde etmek amacıyla riskli kredi

veren bankaların kurtarılmasını da içermektedir. Merkez bankalarının birçoğu balon patladıktan sonra spekülâtorlerin, yatırımcıların ve bankaların kurtarılmasına karşı çıkmaktadırlar çünkü kurtarma operasyonları piyasalarda ahlaki bozulmalara (moral hazard) neden olabilir ve daha da riskli pozisyonlara girilmesini teşvik eder. Ancak kurtarma operasyonlarına karşı çıkılmasına rağmen birçok merkez bankası kurtarma operasyonlarına girişmiş ve sisteme önemli oranda likidite enjekte etmiştir (Arestis ve Karakitlos, 2009: 2).

Finansal piyasaları gelişmiş bir ekonomide enflasyonu başarılı bir şekilde kontrol eden merkez bankası varlık fiyatlarını enflasyon ölçümlerinin dışında tutarak tezat bir şekilde ekonominin ısınmasına neden olabilmektedir ki bu durum belirli bir dönem sonra enflasyonun da artmasına yol açmaktadır.

Merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanıp finansal piyasalardaki varlık fiyatlarının artışlarına ve genişleyen çevrimlere gereken önemi vermemelerinin bir nedeni de fiyat istikrarı ile birlikte finansal piyasalarda da istikrarın sağlanacağına kabul edilmesidir. Ancak yukarıda da değinildiği üzere fiyat istikrarının sağlanmasında başarılı olan bir merkez bankasının finansal istikrarı da sağlayacağı garanti edilemez. Hatta fiyat istikrarı finansal piyasalarda istikrarsızlıklara bile neden olabilir. Bunun da dört önemli sebebi vardır (Borio ve Lowe, 2002: 21-22);

- Başarılı bir şekilde yürütülen istikrar programları: 1970’lerde Latin Amerika ülkelerinde de görüldüğü üzere gelişmekte olan ülkelerde başarılı bir şekilde yürütülen istikrar programları finansal dengesizliklerin oluşmasına neden olabilir. Kredibilitesi yüksek olan ve fiyat beklentilerini çıpa olarak kullanan programların yürütülmesi enflasyonun kısa süre içerisinde düşmesine neden olabilir. Enflasyondaki bu düşüş iktisadi birimlerin geleceğe dair beklentilerinin olumlu olmasına yol açarak tüketimde artışa ve kredilerde aşırı genişlemeye neden olabilir. Bu kredilerin çoğu da yurt dışı kaynaklı kredilerden oluşabilmektedir. Artan kredilerin yöneldiği alanlardan birisi de varlık piyasasıdır ki özellikle gayrimenkul piyasası bu durumlarda oldukça hareketlidir. Gayrimenkul ağırlıklı olarak varlık fiyatlarında meydana gelen artışlar bu varlıkların cazibesini artırdığı için kredilerdeki genişlemenin ileri boyutlara taşınmasına neden olacaktır. Gözden uzak tutulmaması gereken nokta bu süreçte enflasyonun hala düşük seyretmesidir.
- Teknolojik ilerlemeler ve işgücü piyasasındaki reformlar: Hem teknolojinin gelişmesi hem de iş gücü piyasasındaki reformlar şirketlerin kârlılık düzeylerinde artışların olmasına ve yarattıkları iyimserlikten dolayı geleceğe dair daha iyi bakılmasına neden olacaktır.

Bu gelişmeler varlık fiyatlarının artması yönünde bir baskı oluşturacaktır. Teknolojik gelişmeler aynı zamanda birim işgücü maliyetlerinde de önemli düşümlere yol açacağı için mal ve hizmet fiyatlarında aşağıya doğru bir baskının oluşmasına da yol açacaktır. Örneğin Japonya'da 1980'lerde enflasyonun düşük seyretmesinin nedenlerinden birisi de hızlı verimlilik artışlarıdır. Bu durum 1990'larda birçok ülkede tekrar etmiştir.

- Para politikasının yüksek kredibiliteye sahip olması: 1990'lardan itibaren para politikalarında ve merkez bankacılığında en çok konuşulan konulardan birisi de merkez bankaları tarafından yürütülen para politikalarının kredibiliteye sahip olması gerektiği idi. Ancak para politikasının yüksek kredibiliteye sahip olması ekonomide kredi ve borçların oldukça artmasına neden olabilir. Şöyle ki halkın güvenini kazanmış bir para politikası enflasyon beklentilerinin düşmesine neden olacağı için iktisadi birimler arasında yapılan fiyat ve ücret sözleşmelerinin de vadesi uzayacaktır. Ücret ve fiyatların uzun süreler için değişmemesi yani sözleşmelerle katı hale getirilmesi yüksek taleple bir arada düşünüldüğünde kârlarda önemli artışlara yol açacaktır. Özellikle yüksek kapasitede ve artan ölçek ekonomisi koşullarında çalışan firmaların karlılıkları daha da yüksek olacaktır. Başarılı ve kredibilitesi yüksek olan para politikaları aynı zamanda geleceğe dair belirsizlikleri de azaltacağı için varlık talebini ve fiyatlarını artıracaktır. Bu da daha sonra yatırımcıların borçlanma isteklerini ve finansal kurumların da borç verme isteklerini artıracaktır. Ancak bu gelişmeler finansal piyasaların ekonomide işler kötüye gitmeye başladığında olumsuz gelişmelere daha fazla maruz kalmasına neden olacaktır.
- Enflasyon düşerken otoritelerin gevşek davranmaları: Kredibilitesi yüksek olan bir para politikasını yürüten merkez bankası enflasyon düştüğü için uyguladığı sıkı para politikalarını biraz gevşetecektir. Çünkü yukarıda da tartışıldığı üzere merkez bankalarının çoğu enflasyonist baskıya odaklanmakta ve varlık fiyatlarındaki gelişmeleri çok fazla dikkate almamaktadırlar. Oysa enflasyon düşerken finansal piyasalarda risk artmakta ve aşırı kredi genişlemesi gibi dengesizlikler baş göstermektedir. Bu durum daha sonra hem finansal piyasaların hem de bir bütün olarak ekonominin zarar görmesine yol açacaktır; bir taraftan enflasyon artarken diğer taraftan ekonomi durgunluğa girebilecektir. Dolayısıyla kredibilitesi yüksek bir para politikasını yürüten merkez bankalarının şu gerçeği unutmamaları gerekmektedir; enflasyonist

baskıların görüleceği ilk yerler mal ve hizmet piyasaları değil varlık piyasalarıdır.

4.2. Doğal Faiz Oranı Yaklaşımı

Günümüzde yürütülen para politikalarının teorik yönüne yöneltilen eleştirilerden bir diğeri politika faiz oranları belirlenirken doğal faiz oranı yaklaşımının kabulüdür. 1990'larla beraber enflasyon hedeflemesi yaklaşımı ile birlikte para politikalarının yürütülmesinde faiz oranlarına neredeyse tek politika aracı olma rolü yüklendi. Bu faiz oranı, merkez bankası tarafından kolaylıkla kontrol edilebilen gösterge faiz oranlarıdır. Politika aracı olarak faiz oranlarının daha çok tercih edilmesinin arkasında yatan iki varsayım vardır. İlk varsayıma göre para politikasının reel etkileri parasal büyüklüklerin direkt etkileri ile değil faiz oranları ve varlık fiyatları aracılığıyla gerçekleşir. İkinci varsayıma göre ise tüm faiz oranları ve varlık fiyatları arbitraj yoluyla birbirlerine bağlanmıştır. Bu iki temel varsayım altında merkez bankasının yapması gereken şey kısa vadeli faiz oranlarını etkilemektir çünkü diğer oranlar ve fiyatlar bu oranı takip edecektir. Bundan dolayı birden fazla piyasaya müdahalede bulunmak hem gereksizdir hem de uygun değildir. Ancak kısa vadeli faiz oranları belirlenirken de Taylor Kuralı gibi şeffaf ve öngörülebilir bir kuralın takip edilmesi gerekir. Şeffaflık ve öngörülebilirlik konularının literatürde son yıllarda sıkça telaffuz edilmesinin sebeplerinden birisi de budur. Bu iki temel varsayım finansal piyasaların bankacılık dışındaki unsurlarının da niçin göz ardı edildiğini açıklamaktadır (Blanchard v.d, 2010: 5).

Finansal kriz, faiz oranlarının etkin bir şekilde kullanıldığı ve faiz oranlarında agresif artışların olduğu bir dönemde gerçekleşti ve faiz silahı kendisinden beklenen etkiyi gösteremedi (Galbraith, 2008: 4). Çünkü faiz oranları politikası kendi içinde bazı handikapları taşımaktadır.

Yukarıda da değinildiği üzere Yeni Uzlaşma para politikaları, Wicksell tarafından geliştirilen doğal faiz oranı ve piyasa faiz oranı yaklaşımına uygun olarak politika üretmektedir. Wray ve Sardoni'ye (2005: 4) göre doğal faiz oranıyla ilgili iki temel problem vardır. İlk olarak doğal faiz oranını etkileyen birçok değişken olduğu için net sayısal değeri tam olarak belirlenememekte ve buna bağlı olarak birçok merkez bankacısı doğal faiz oranı düzeyinin nerede olduğunu tam olarak bilmemektedir*. İkinci olarak, doğal faiz oranı değişken bir özellik göstermektedir.

*Amerikan Merkez Bankası FED bünyesinde yer alan Açık Piyasa İşlemleri Komitesi (FOMC) tarafından yayınlanan toplantı metinlerinden birisinde (22 Mart 1994 tarihli FOMC toplantısı) başkan Jordan diyor ki; "Doğal düzeyin nerede olduğunu bilmiyorum. Ama güçlü bir şekilde hissediyorum ki doğal düzeyin yanında bir yerlerde değiliz. Ancak o orana yaklaşmak için agresif olmamız gerekiyor". Benzer bir

Doğal reel faiz oranı yalnızca reel değişkenler tarafından etkilenir. Bu reel değişkenler; verimlilikteki artışlar, kamu harcamalarındaki değişimler, vergi yapısıdır. Bu değişkenler değiştikçe reel doğal faiz oranı da değişeceği için sabit olmayacaktır (Weber v.d, 2008: 53). FED dört yıl boyunca gecelik faiz oranlarını %1 civarında tuttukten sonra 2004 yılında işgücü piyasalarından kaynaklanan herhangi bir baskı olmadığı halde gecelik faiz oranlarını yükseltmeye başladı ve bunu yaparken doğal faiz oranının altında kaldığı mantığına bağlı olarak yaptı. FED'in bu mantığa bağlı olarak yaptığı faiz artırımları doğal faiz oranının süreç içerisinde yukarıya doğru kaydığını göstermektedir. Aynı şekilde Japonya gecelik faiz oranlarını neredeyse % 0 oranına yakın bir düzeyde tuttu ancak ekonomide elle tutulur bir iyileşme görülmedi. Bu örneklerde gösteriyor ki eğer doğal faiz oranı ekonomilere ve zamana göre değişiyorsa ve politika yapıcıları doğal oranın tam olarak nerede olduğunu bilmiyorlarsa doğal faiz oranı para politikaları için güvenilir bir rehber değildir. Doğal faiz oranının ölçümüyle ilgili bir takım eksiklikler söz konusudur. Doğal faiz oranını tam olarak ölçmek için (Weber v.d, 2008: 56);

- 1- Doğal faiz oranını etkileyen ne kadar etken varsa tümünün belirlenmesi gerekir.
- 2- Her bir değişkenin doğal faiz oranını hangi kanallardan etkilediğini bilmek gerekir
- 3- Bu değişkenlerden her birinin değerini ölçmek gerekir.

Yukarıdaki her bir aşamanın taşıdığı bir takım zorluklar söz konusudur. Birinci aşamadaki durumla alakalı olarak önemli görülen bütün reel değişkenlerin ayrıntılı bir listesinin oluşturulması gerekir. İkinci aşamada her bir değişkenin doğal faiz oranını nasıl etkilediğine dair kesin bilgilerin elde edilmesi gerekir. Üçüncü aşamada da bu değişkenlerin tam bir ölçümünün yapılabilmesi gerekmektedir. Tüm bu aşamaların kendi içinde taşıdığı zorluklar doğal faiz oranının kullanımını teorik olarak bile zorlaştırmaktadır. Teoride yapılan bir hata para politikasının uygulanma sürecini de olumsuz yönde etkileyecektir. Şöyle ki doğal faiz oranı doğru ve kesin bir şekilde ölçülemediğinde doğal faiz oranına göre uygulanan para politikaları istikrar sağlamaktan ziyade istikrarsızlık yaratacaktır.

Doğal faiz oranı yaklaşımının kendi içinde taşıdığı eksikliklerden birisi de enflasyonu sadece talep tarafıyla görmesi özellikle maliyetlerin neden olacağı maliyet itişli enflasyon durumunu yansıtmamasıdır ki enflasyonla mücadele eden bir merkez bankası için bu durum büyük bir eksikliktir.

açıklama efsane başkan Greenspan'dan gelmektedir; "Doğal oranın aşağısında ya da yukarısında olduğunu hiç kimse söyleyemez. Ancak o düzeye varıldığında o noktada olduğunuzu söyleyebilirsiniz. Fakat o noktada olduğunuzdan da kesin bir şekilde emin olamazsınız".

Doğal faiz oranı, takas ekonomileri için geliştirilmiş olan ödünç verilebilir fonlar piyasası analizi içerisinde yatırımlarla tasarrufların eşitliğini sağlayan oran olarak da ifade edilmektedir. Ödünç verilebilir fonlar piyasasında yatırımlar faiz oranlarına bağlı olarak değişmektedir. Ancak kredi tayinlanması olduğunda yatırımlar sadece faiz oranlarındaki değişimlere değil aynı zamanda tayinlamanın derecesine bağlı olarak da değişecektir. Bu da çıktının faiz oranlarından bağımsız bir şekilde dalgalanmasına yol açacaktır (Sawyer, 2009: 555).

4.3.Son Yıllarda Finansal Piyasalarda Meydana Gelen Gelişmeler

Finansal piyasaların her geçen gün daha karmaşık bir hale gelmesi ve finansal piyasalarda görülen iktisadi yenilikler Yeni Uzlaş para politikalarının etkinliğini her geçen gün azaltmaktadır. Özellikle Yeni Uzlaş para politikalarının temel politika aracı olan politika faiz oranları finansal piyasaların gelişmesi ile birlikte etkinliğini kaybetmektedir.

BIS tarafından hazırlanan bir rapora göre (BIS, 1994: 24-30) finansal piyasalardaki son gelişmeler faize dayalı para politikası uygulamalarını iki açıdan etkisiz kılabilir. Bunlar;

- Merkez Bankası faiz oranlarını değiştirdiği zaman, piyasadaki aktörler bu faiz değişimine karşı türev araçları kullanarak faiz oranları ile ilgili vade dağılımlarını değiştirebilirler ve faizlerin harcamalar üzerindeki etkisini geciktirebilirler. Çünkü türev ürünler çeşitli faiz oranlarına sahip varlıkların hızlı bir şekilde birbirleriyle ikame edilmesini sağlayarak politika faiz oranlarının harcama ve talep üzerindeki etkisinin geçici olarak ertelenmesini sağlarlar.
- Parasal otoritelerin harcama akımlarını etkilediği diğer kanal kredi kanalıdır ve kredi kanalı büyük oranda bankalar üzerinden gerçekleştirilir. Merkez bankası, bankaların kredi hacmini etkileyerek toplam harcama düzeyi üzerinde etkide bulunmaya çalışırlar. Ancak bu politikanın başarılı olabilmesi için banka kredileri ile diğer kredi kaynakları arasında tam ikame olmaması gerekmektedir.

Yukarıda verilen iki örnek, finansal piyasalardaki gelişmelerin para politikasının aktarma mekanizmalarını etkileyebileceğini ifade etmektedir. Para politikasının iki temel aktarma kanalı olan faiz kanalı ve kredi kanalı tıkandığında para politikasının etkinliği de azalacaktır. Geliştirilen türev araçlar faiz kanalının etkin çalışmasını engellerken, finansal piyasalardaki araç ve kurum sayısındaki artış da krediye alternatif ürünlerin piyasada işlem görmesine neden olduğu için kredi kanalının etkin çalışmasını engellemektedir. Finansal piyasaların gelişmesi ayrıca

bankaların da merkez bankası tarafından getirilen kısıtlamalardan kaçınabilmelerini sağlamıştır. Bankalar da kredi hacimlerini artırabilmek için derinleşen finansal piyasalardan fon bulabilmekte ve gelen kredi talebini karşılayabilme anlamında merkez bankalarına olan bağımlılıklarını azaltmaktadırlar.

Bu bağlamda bankaların merkez bankalarına olan bağımlılıklarını azaltan bir diğer unsur da menkul kıymetleştirme işlemleridir. Merkez bankasının bankalar üzerinde etkin olabilmesinin bir nedeni bankaların kendi aralarındaki hesapları denkleştirmek için merkez bankasının yükümlülüklerini kullanmalarıdır. Merkez bankası bu işlem sırasında belirlediği gecelik gösterge faiz oranlarıyla bankalara borç vermektedir. Eğer bankalar merkez bankasından daha az borçlanabilirlerse merkez bankasının yürüttüğü faiz politikasının etkinliği azalacaktır. Bu bağlamda menkul kıymetleştirme işlemi bankalara kendi aralarındaki hesapların denkleştirilmesi için merkez bankasından daha az borçlanma imkanını vermektedir. Özellikle bilgi teknolojilerindeki gelişmelerin de artmasıyla birlikte bu varlıklarla ilgili hakların bankalar arasında transferinin gerçekleştirilmesiyle bankalar merkez bankasına başvurmadan kendi aralarındaki hesaplarını denkleştirebilmektedir. Bu da merkez bankasının faiz oranlarını etkileyerek bankalar üzerinde kurmak istediği kontrol gücünü azaltmaktadır (Palley, 2002: 222).

Sonuç ve Öneriler

Yeni Keynesyen para politikaları her geçen gün etkinliğini yitirmektedir. Hem teorik modelin taşıdığı eksiklikler hem de para politikası araçlarının her geçen gün gelişen ve giderek daha karmaşık bir hale gelen finansal piyasalarda yeterli olmaması Yeni Keynesyen para politikalarının etkinliğini azaltan ana unsurlardır. Tabii bu unsurların yanında finansal piyasalarda denetimlerin eksik olması, kredi derecelendirme kuruluşlarının yanlış kredi notu vermeleri, türev ürünlerin sayı ve hacim olarak her geçen gün artması ve özellikle Post Keynesyenler tarafından sıkça dile getirilen maliye politikalarının para politikalarına bağlanarak ikinci plana atılması krizin diğer nedenleridir. Dolayısıyla krizin çabuk atlatılabilmesi ve bir daha yaşanmasının engellenebilmesi için denetimlerin artırılması ve yüksek riskli yatırım fonlarının (hedge fon) ve benzeri yapılanmaların daha sıkı takibinin yapılması gerekmektedir.

Para politikalarının ise çerçevesinin genişletilmesi ve enflasyonla beraber varlık fiyatlarının da çok yakından takip edilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede finansal piyasalarda varlık fiyatlarına müdahalenin de merkez bankasının elinde bir politika aracı olarak kullanılması gerekir. Nitekim IMF'de yapılan bir model denemesinde (IMF, 2009: 108-118) merkez bankasının etkinliği genişletildiğinde,

yani gerektiğinde varlık fiyatlarına müdahalede bulunduğu, para politikalarının daha etkin olduğu sonucuna varılmıştır. Yani para politikaları ile düzenleyici politikaların bir arada kullanılması gerekir.

İktisat politikalarındaki mantığın da değişmesi gerekmektedir. Para politikalarına son derece önemli roller yükleyerek maliye politikalarını para politikalarının yedeğine atılması yanlış bir yaklaşımdır. Nitekim yaşanan krizde bu durum daha açık bir şekilde görülmüştür. Çünkü para politikalarının etkinliğini kaybedeceği durumlar ve belirli eşikler olabilir. Bu durumda maliye politikalarını uygulamaktan kaçınılmamalıdır. Kriz yaşanıp ekonomilerin büyük bir kısmı üzerinde zarara neden olduktan sonra maliye politikalarını uygulamak belki krizden çıkış için faydalıdır ancak yaşanan iflasları ve zararları geri getirmekte yetersiz olacaktır. Bundan dolayı para ve maliye politikalarını bir arada ve aktivist bir tarzda uygulamak gerekmektedir. Maliye politikalarının da çevrim karşıtı politikalar olarak uygulanması Rochon ve Seccareccia'nın da (2008: 1) belirttiği üzere vatandaşların refahının piyasaya emanet edilmemesi aynı zamanda seçilmişler tarafından da teminat altına alınması demektir.

KAYNAKÇA

ANGERIZ Alvaro & ARETIS Philip (2009), "The Consensus View on Interest Rates and Fiscal Policy: Reality or Innocent Fraud?", *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer, C.31, S. 4, ss:567-586.

APAK Sudi ve AYTAÇ Ayhan (2009), *Küresel Krizler (Kronolojik Değerlendirme ve Analiz)*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

ARETIS Philip & SAWYER Malcolm (2003) "Inflation Targeting: A Critical Appraisal", *Levy Economics Institute of Bard Collage Working Paper*, No:388, <http://www.levy.org> (Erişim Tarihi: 15.01.2010).

ARETIS Philip, KARAKITSOS Elias (2009), "What Role For Central Banks in View of The Current Crisis?", *The Levy Economics Institute of Bard Collage, Policy Note*, No:2009/2. <http://www.levy.org> (Erişim Tarihi: 16.01.2010).

BAYNE Nicholas (2008), "Financial Diplomacy And The Credit Crunch: The Rise of Central Banks", *Journal of International Affairs*, C. 62, S. 1, ss:1-16.

BLANCHARD Olivier, DELL' ARICCIA Giovanni and MAURO Paolo (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note*, Vol:10, No:3, www.imf.org (Erişim Tarihi: 02.25.2010). ss:1-19.

BORIO Claudio & LOWE Philip (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", *BIS Working Papers*, No: 114. www.bis.org (Erişim Tarihi: 22.12.2009). ss:1-47.

GOODHART C.A.E (2008), "The Background to the 2007 Crisis", *International Economics and Economic Policy*, C. 4, S. 4, ss.331-346.

ISSING Otmar (Winter 2009), "Asset Prices and Monetary Policy", *Cato Journal*, C. 29, S. 1, ss: 45-51.

KROHN Gregory A. & GRUVER William R. (2008), "The Complexities of the Financial Turmoil of 2007 and 2008", *Journal of Applied Business and Economics*, C. 16, S. 1, (Erişim Tarihi: 01.02.2010). ss:1-28.

LACKER Jeffrey M. (2009), "What Lessons Can We Learn From The Boom and Turmoil?", *Cato Journal*, C. 29, S. 1, ss.53-63.

NEAL Penny (2008), "The Subprime Mortgage Crisis: Lessons For Regulators", *Policy*, C. 24, S. 2, ss:19-25.

PALLEY Thomas I. (2002), "The E-Money Revolution: Challenges and Implications for Monetary Policy", *Journal of Post Keynesian Economics*, C. 24, S. 2, ss:217-234.

ROCHON Louis – Philippe and Mario Seccareccia (2008), "A Note on Deficits and Functional Finance Expenditures", <http://www.progressive-economics.ca/2008/11/25/deficits-and-functional-finance/> (Erişim Tarihi: 10.03.2010).

SARIDOĞAN Ercan (2010), *Mikroekonomi ve Makroekonomi Düzeyinde Küresel Rekabet Gücünü Etkileyen Faktörler ve Stratejiler*, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Akademik Yayınlar, Yayın No: 2010-51.

SAWYER Malcolm (2009), "Fiscal and Interest Rate Policies in The 'New Consensus' Framework: A Different Perspective", *Journal of Post Keynesian Economics*, C. 31, S. 4, ss:549-566.

SOROS George (2009), *Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma*, Çeviren: Coşkun Üçüncü, İstanbul: İnkılâp Yayınevi.

WEBER A. A, LEMKE W. and WORMS A. (2008), "How Usefull Is The Concept of The Natural Real Rate of Interest for Monetary Policy", *Cambridge Journal of Economics*, C. 32, S. 1, ss:49-63.

WIGNALL Adrian Blundell, ATKINSON Paul ve LEE Se Hoon (2008), "The Current Financial Crisis-Causes and Policy Issues", *Financial Market Trends*, OECD. www.oecd.org (Erişim Tarihi: 03.15.2010).

DURMUŞ Yılmaz (2008), “Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız?”, Ankara: TCMB, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi: 15.02.2010).

Bank for International Settlements (1994), *Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by The Growth of Derivatives Markets. Hannoun Report*, CGFS Publications. No: 4, http://www.bis.org/list/cgfs/tid_6/index.htm (Erişim Tarihi: 01.03.2010).

Bank for International Settlements (2008), *Monetary Policy in The Advanced Industrial Economies*, 78. *Annual Report*, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm> (Erişim Tarihi: 06.02.2010).

Bank for International Settlements (2009), *Policy Responses to The Crisis*, 79. *Annual Report*, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm> (Erişim Tarihi: 06.02.2010).

International Monetary Fund (2009), *World Economic Outlook*, ss.108-118, www.imf.org (Erişim Tarihi: 01.04.2010).

Boş Sayfa