

BÖLÜM 12: PARA POLİTİKASI REJİMLERİ - I (ki- tap yeni basım, bölüm 13)

1-) Bir yükselen piyasa ekonomisinde sabit döviz kuru rejimi uygulamıyor. Gelişmiş dünyada faizler çarpıcı bir biçimde düşüyor. Gelişmiş dünyadaki risk alma iştahları artıyor. Bu çerçevede, bu ülkeye uluslararası sermaye akımı oluyor. Sabit döviz kuru rejimini korumak için o ülkenin merkez bankası neler yapabilir? Bu işlemlerin merkez bankasının bilançosu üzerine etkileri neler olacak? Gösterin.

Cevap:

- Bir ülkeye sermaye akışı artması demek o ülkede yabancı paranın bollaşması demektir. Bu durumda yerli para değerlenme eğilimine girecektir. Merkez bankası sabit döviz kuru rejimini korumak için piyasaya yerli para verip bunun karşılığında döviz çekebilir. Böylelikle döviz piyasası tekrar eski dengesine gelecek kur sabit kalacaktır. Bu durumda bankanın döviz rezervleri de artar

Rezervler : +100	PT(DP) : +100
------------------	---------------

Ama eğer merkez bankası dolaşımdaki paranın artmasının enflasyon yaratabileceği korkusuna kapılırsa sterilizasyon yapabilir. Yani başka yollarla bu parayı piyasadan geri çeker (piyasaya DİBS satarak, ters repo yaparak, ..).

2-) İster enflasyon hedeflemesi olsun, ister parasal hedefleme, para politikasının arzulanan hedeflere ulaşabilmesi için, bir merkez bankasının uyguladığı politika faizinin özel kesimin tüketim ve yatırım kararlarını etkilemesi gerekir. Neden? Hangi yollarla olur bu etki? Tartışın.

Cevap:

- Merkez bankasının uyguladığı para politikası ne olursa olsun bu politika ülkedeki toplam talebi etkileyerek (IS-LM ve AD-AS grafiklerini hatırlayın) ülkedeki toplam talebi ve enflasyonu etkiler. Toplam talebin merkez bankasının etkileyebileceği en önemli bileşenleri özel tüketim ve yatırım harcamaları.
- Peki bu etki hangi yollarla olur

- Merkez bankaları çok kısa vadeli (günlük ya da haftalık) politika faizini belirliyor. Bu kadar kısa vadedeki faizler insanların ve şirketlerin yatırım ve tüketim kararları üzerinde etkisi yok. Dolayısıyla reel ekonomi üzerinde doğrudan etkili değiller. Doğrudan etkili olanlar özellikle orta ve uzun vadeli faizler. Diğer yandan herhangi bir vadedeki faiz, onun vadesi boyunca geçerli olan daha kısa vadeli faizlerin ortalamasına eşit olmak durumunda. Dolayısıyla MB'ları aldıkları ya da alacaklarını söyledikleri kararlarla bugünkü orta ve uzun dönem faizleri etkileyebiliyorlar. Ama bunun için merkez bankasının güvenilir olması lazım
- Ayrıca politika faizindeki değişiklikler döviz kurunu da değiştirme gücüne sahip. Bu yolla net ihracatı da bir miktar etkileyebilir merkez bankası.
- Bir de finansal sistemin sorunlu olmaması lazım. Zira merkez bankalarının faiz kararları özellikle kredi kanalı (bankaların açabilecekleri kredi miktarı) ile özel sektörün tüketim ve yatırım kararlarını etkiliyor. Sistem sorunlu ise, mesela bankaların bilançoları sorunlu ve likidite problemleri varsa, bu kanallar iyi işlemiyor demektir. Bu durumda merkez bankasının faiz kararları ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım kararları üzerinde etkili olamayacaktır)

3-) A ülkesi yıllardır yüksek enflasyon ile boğuşuyor. Bu ülkede reel faizler oldukça yüksek düzeylerde geziniyor. Yabancı para kullanımı oldukça yaygın. Bu ülke yöneticilerine resmi dolarizasyon önerir misiniz? Olası yararlarını ve zararlarını açıklayarak tartışın.

Cevap:

- Ülke, dolarizasyonla dışarıya 'artık para basmayacağım' sinyali verince enflasyon beklentilerini ve faizleri düşürülebilir. Resmi dolarizasyonun yararı budur.
- Lakin ya ülkedeki yüksek enflasyon, örneğin, mali açıklardan yani devletin senyoraaj gelirlerine olan ihtiyacından kaynaklanıyorsa? Ki ülkedeki yüksek reel faizler kamu kesiminin borçlanma ihtiyacından kaynaklanıyor olabilir. Bu durumda ülke kendi parasını basamadığından senyoraaj geliri elde edemez. Bu sefer kamu borçlarını nasıl ödeyecek? Sonuçta vergiler artırılabilir ve kamu harcamaları düşürülebilir ama bunu yapacak/yapabilecek olsa zaten kendi parasını kullanırken de yapabilirdi
- Ayrıca resmi dolarizasyon durumunda ülke para politikasını kullanamamış oluyor. Bu politika da lazım. Örneğin krizlerde merkez bankası diğer bankaların likidite sorunu ve sermaye yetmezliği konularında bir rol oynayamıyor.
- Bu kadar uç bir uygulamaya gitmek yerine, yüksek reel faiz ve enflasyona yol açan unsurları ortadan kaldırmak amaçlanmalı. Bunun yolu da disiplinli bir maliye ve para politikasından geçiyor.

4-) İmkansız üçleme (impossible trinity) sermaye hareketliliğinin sınırsız olduğu bir ekonomide, sabit döviz kuru rejimi varsa para politikasının bağımsız şekilde uygulanamayacağını söylüyor. Farklı bir biçimde de ifade edilebilir: Sabit döviz kuru rejimi altında bağımsız bir para politikası uygulamak istiyorsanız sermaye hareketlerini yasaklayın. Üçüncü bir ifade biçimi de şu : Sermaye hareketleri sınırsız ise bağımsız para politikası uygulamak istiyorsanız sabit döviz kuru rejimini terk edin. Açık ekonomi de IS-LM modelini kullanarak imkansız üçlemeyi tartışın.

Cevap:

- Soruyu IS-LM yerine kapsanmamış faiz haddi paritesini kullanarak anlatalım. Türk lirası ve avro arasındaki kur ilişkisini kapsanmamış faiz haddi paritesini kullanırsak

$$100(1 + i_t^*) = \frac{100(E_{tl/\epsilon,t})(1 + i_t)}{E_{tl/\epsilon,t+1}^e}$$

- Eğer sermaye hareketleri sınırsızsa bu denklem sağlanmak zorunda. Diyelim TCMB Avrupa merkez bankasından daha fazla faiz verdi ($i_t > i_t^*$). Bu sefer türk lirasına ilgi artar ve $E_{tl/\epsilon,t}$ düşer. Yani eşitlik yine dengeye gelir
- Dolayısıyla bir merkez bankası sabit kur rejimi sürdürüyorsa $E_{tl/\epsilon,t} = E_{tl/\epsilon,t+1}^e$, sonucunda da $i_t = i_t^*$ olacak. Yani para politikan (faizlerin) yurtdışındakilere fikslenmiş olacak. Bağımsız değil artık. Sebebi de bütün enerjisini kuru sabit tutmaya harcaması
- Yok para politikası bağımsızsa $i_t \neq i_t^*$, yani faizleri dolayısıyla para arzını istediği gibi kontrol ederse bu sefer de döviz kurları sabit kalamıyacak; $E_{tl/\epsilon,t} \neq E_{tl/\epsilon,t+1}^e$

5-) Sermaye hareketleri yasak değil. Ama sermaye hareketliliği sınırsız da değil. Bu koşullar altında imkansız üçleme ne ölçüde geçerli olur? Para politikasının bağımsız davranmak için hiç mi manevra alanı yoktur? Tartışın

Cevap:

- Mesela faizleri artırdı merkez bankası. Sermaye hareketleri sınırsız olsa yurt dışından Türkiye'ye para girişi olur ve tl'ye talep artar, tl değer kazanır. Ama diyelim döviz kuru sabit ve buna izin yok, o yüzden merkez bankası zorunlu olarak faizleri artırarak piyasadan çektiği tl'yi piyasaya geri vermek durumunda. Ki böylece kur yine yerine gelsin. Ama eğer sermaye hareketleri belli bir miktara kadar kısıtlı olsaydı o zaman merkez bankası faizleri artırınca piyasadan para çekilmiş olsa da de yurtdışından para girişi ve tl'ye talep artışı kısıtlı kacalak ve merkez bankası çektiği paradan daha azını vererek kuru sabit tutabilecekti
- Dolayısıyla eğer gelişmekte olan ülkelerin tahvilleri ile gelişmiş ülkelerin tahvilleri arasında tam ikame yoksa, döviz kuru sabit de olsa, yurtiçi faiz haddi ile yurtdışı faiz haddi farklılaşabiliyor

7-) "Sürdürülebilirse, sabit döviz kuru rejimi dalgalı döviz kuru rejimine kıyasla daha iyidir."
Bu görüşe katılıyor musunuz? Neden?

Cevap:

- Sürdürülebilse, sabit kur rejimini uyguladığımızda hem kuru sabitliyor, hem de bunu yaptığımızda istediğiniz gibi para basamayacağımız için enflasyonu ortadan kaldırıyoruz. Bunların her ikisi de belirsizlikleri ortadan kaldırıyor. Diğer yandan sabit kur rejimini seçerek para politikasını bırakmış oluyorsunuz. Bunu yaptığımızda da bir kriz durumunda (finansal sistemdeki bozukluklar ya da şirketler kesimindeki sorunlar) müdahale olanığımız kalmıyor
- Lakin burada sürdürülebilirse sözcüğü kilit bir sözcük. Sürdürülebilirse ne demek? Birincisi para basmaya ihtiyacınız olmasa; yani ülkenin mali durumu iyi olsa. Ama o zaman zaten dalgalı kur rejiminde de büyük bir sorun yaşamamak gerekir. Zira para basmayacaksınız ve enflasyon oluşmayacak paranız büyük ölçüde değer kaybetmeyecektir. İkincisi, finansal küreselleşmenin vardığı ve ülkelere hızlı para giriş çıkışlarının yaşandığı bu noktada sabit kur rejimi zaten sürdürülebilir olmaktan çıkıyor

8-) Para arzlarının kontrolüne dayanan para politikası uygulayan bir merkez bankasının karşılaşılabileceği güçlükleri tartışın.

Cevap:

- Eğer bir ülkede para talebi ve para arzı beraber hareket ediyorsa enflasyon oluşması için bir sebep yok. O zaman, parasal kontrol uygulayarak para arz hızını sabitleyecek bir merkez bankasının para talebini bilmesi lazım. Peki bu niye zor?
- İlk önce bu dediklerimizi denkleme dökelim. Para marketini hatırlarsak: $M/P = L(i, Y)$. Burada M para arzı, $L(.)$ ise para talebi. İkisi beraber oynuyorsa P (enflasyon) sabit. Peki para talebindeki oynamalar nasıl bulunacak ki para arzı ona göre ayarlansın?
 - İlk olarak Y 'nin, yani ülkedeki reel gelir düzeyinin (üretim potansiyelinin) tahmin edilmesi lazım
 - Ayrıca ileriye yönelik yapılacak sözleşmelerde kullanılacak enflasyon beklentilerinin oluşmasını sağlamak lazım. Oysa 'sokaktaki vatandaş' açısından parasal büyüklük pek bir şey ifade etmiyor. Bunun ne düzeyde bir enflasyona karşı geldiğine dair bilgiye ihtiyacı var.
 - Son olarak para talebini belirlerken ki en önemli zorluk 1990'lardan sonra ortaya çıktı. Bu dönemde sonra sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve ortaya çıkan yeni mali araçlar paraya olan talebi çok oynak bir yapıya getirdi ve tahmin edilebilirliğini azalttı. Bu durumda, enflasyonla ilişkili olduğu düşünülen, bu nedenle de kontrol edilmeye çalışılan parasal büyüklük, zamanla enflasyonla ilişkisini yitirebiliyor

BÖLÜM 13: PARA POLİTİKASI REJİMLERİ - II (kitap yeni basım, bölüm 14)

1-) Metinde kapalı ekonomi için verilen basitleştirilmiş modeli alın. Mal piyasası dengesini veren IS denkleminde, talep düzeyi bir dönem önceki reel faiz haddine değil de cari dönemdekine (r_t) bağlı olsun. $Y_t = A - \beta_1 r_t$. Phillips denklemi de değişsin: $\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha x_t$. Merkez bankasının en aza indirmeye çalıştığı kayıp fonksiyonu nasıl değişecek? Merkez bankası hangi değişkenle oynayarak bu kayıp fonksiyonun değerini en aza indirmek isteyecek?

Cevap:

- İlk önce IS denklemini çıkaralım

– Tanım gereği üretimdeki sapma $x_t = Y_t - Y_n$. Bunun içinde soruda verilen $Y_t = A - \beta_1 r_t$ denklemini kullanırsak

$$x_t = (A - \beta_1 r_t) - (A - \beta_1 r_n) = -\beta_1 (r_t - r_n)$$

Yani merkez bankasının yaptığı faiz değişiklikleri, üretim düzeyi üzerinde aynı dönem etkili

- Şimdi sıra Phillips denkleminde

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha x_t$$

yani üretim düzeyi üzerindeki değişiklikler enflasyon üzerinde aynı dönem etkili

- Sonuç: merkez bankasının yaptığı faiz değişiklikleri enflasyon üzerinde aynı dönem etkili

- O zaman kayıp fonksiyonu şu şekilde yazılabilir

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

- Merkez bankası yine faizlerle oynayacak bu kayıp fonksiyonunu en aza indirmek için. Burada bir değişiklik yok. Değişiklik, kitapta bugünkü faiz değişikliği iki dönem sonraki enflasyon üzerinde etkiliydi. (Zira bugünkü faiz bir dönem sonraki üretimi etkileyecek: $Y_t = A - \beta_1 r_{t-1}$, oluşan üretim açığı ($x_t = Y_t - Y_n$) da sonraki dönemki enflasyonu etkileyecekti: $\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha x_t$.) Dolayısıyla merkez bankasının faiz tepkisini verirken iki dönem sonraki enflasyon beklentisini hesaplamalıydı. Artık buna gerek yok

2-) Birinci soruda verilen modeli çözün. Merkez bankasının tepki fonksiyonunu bulun.

Cevap:

- Birinci sorudaki amaç fonksiyonuna enflasyon ve reel gelir konulunca

$$L_1 = \frac{1}{2}[(\pi_{t-1} - \pi^h) + \alpha(A - \beta_1 r_t - Y_n)]^2 + \frac{1}{2}\lambda(A - \beta_1 r_t - Y_n)^2$$

elde edilecek. Bu ifadenin r_t 'ye göre türevini alıp sıfıra eşitlememiz gerekiyor:

$$\frac{\partial L_1}{\partial r_t} = -\alpha\beta_1[(\pi_{t-1} - \pi^h) + \alpha(A - \beta_1 r_t - Y_n)] - \lambda\beta_1(A - \beta_1 r_t - Y_n) = 0$$

- Bu denklemi $Y_n = A - \beta_1 r_n$ olduğuna dikkat ederek yeniden düzenleyince tepki fonksiyonunu elde ederiz:

$$r_t = r_n + \frac{\alpha}{\beta_1(\alpha^2 + \lambda)}(\pi_{t-1} - \pi^h)$$

3-) Metinde kapalı ekonomi için verilen basitleştirilmiş modeli alın. Mal piyasası dengesini veren IS denkeminde, talep düzeyi bir dönem önceki reel faiz haddine değil de cari dönemdekine (r_t) bağlı olsun. $Y_t = A - \beta_1 r_t$. Philips denklemi ise aym. Merkez bankasının en aza indirmeye çalıştığı kayıp fonksiyonu nasıl değişecek? Merkez bankası hangi değişkenle oynayarak bu kayıp fonksiyonun değerini en aza indirmek isteyecek?

Cevap:

- $Y_t = A - \beta_1 r_t$ denklemini kullanarak 1. soruda

$$x_t = (A - \beta_1 r_t) - (A - \beta_1 r_n) = -\beta_1(r_t - r_n)$$

bulmuştuk. Burası değişmiyor

- Şimdi sıra Phillips denkleminde. Onu da kitaptaki gibi kullanırsak:

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha x_t$$

1. dönemki üretim açığının 2. dönemki enflasyonu değiştirdiğini gördürüz

- Sonuç: merkez bankasının yaptığı faiz değişiklikleri enflasyon üzerinde bir dönem sonra etkili

- O zaman kitaptaki (1) numaralı kayıp denklemi şu şekilde yazılabilir

$$L_1 = \frac{1}{2}(\pi_{t+1} - \pi^h)^2 + \frac{1}{2}\lambda(Y_t - Y_n)^2$$

4-) Üçüncü soruda verilen modeli çöztün. Merkez bankasının tepki fonksiyonunu bulun.

Cevap:

- Üçüncü sorudaki amaç fonksiyonuna enflasyonu ve reel geliri koyunca

$$L_1 = \frac{1}{2}[(\pi_t - \pi_h) + \alpha(A - \beta_1 r_t - Y_n)]^2 + \frac{1}{2}\lambda(A - \beta_1 r_t - Y_n)^2$$

elde edilecek. Bu ifadenin r_t 'ye göre türevini alıp sıfıra eşitlememiz gerekiyor:

$$\frac{\partial L_1}{\partial r_t} = -\alpha\beta_1[(\pi_t - \pi_h) + \alpha(A - \beta_1 r_t - Y_n)] - \lambda\beta_1(A - \beta_1 r_t - Y_n) = 0$$

- Bu denklemi $Y_n = A - \beta_1 r_n$ olduğuna dikkat ederek yeniden düzenleyince tepki fonksiyonunu elde ederiz:

$$r_t = r_n + \frac{\alpha}{\beta_1(\alpha^2 + \lambda)}(\pi_t - \pi_h)$$

5-) "Bir ekonomide kamu borcu çok yüksek düzeyde, vadesi kısa ve borcun sürdürülebilirliği hakkında yaygın şüpheler varsa, o ekonomide enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması son derece güç olur. Bu sorunlar had safhadaysa, enflasyon hedeflemesi uygulamamak daha iyi olabilir." Tartışın.

Cevap:

- Kamu borcu yüksekse ve vadesi kısaysa daha önceki bölümlerde de belirttiğimiz gibi bütçeyi finanse etmek için senyorejeli gelirlerine başvurmak, yani para basmak gerekebilecek. Bu durum mali baskınlığa işaret etmektedir ve zaten başlı başına enflasyon hedefi rejimlemesine terstir
- Ayrıca kamu borcu yüksekse ve borcun sürdürülebilirliği hakkında yaygın şüpheler varsa, bu borç bugün para basılarak kapatılmasa bile bugünkü enflasyona etkisi var. Zira eğer ileride para basılarak kapatılacak ve enflasyon oluşacaksa yerli paramın ileride değer kaybedeceğini söyleyebiliriz. Bu durumda kur bugünden değer kaybetmeye başlar, yabancılar için yerli malın fiyatı düşer, talep artar ve de enflasyon oluşur
- Genel olarak ister enflasyon hedeflemesi uygulansın ister parasal kontrol, soruda verilen şartlar altında düşük enflasyonu başarmak zor, hatta imkansız

6-) Sabit döviz kuru rejiminin olduğu bir ekonomide merkez bankası enflasyon hedeflemesi rejimi uyguluyor. Aynı zamanda da hükümet merkez bankasına döviz rezervlerini artırma görevi vermiş. Bu merkez bankasına ve hükümete ne tür tavsiyeleriniz olabilir?

Cevap:

- Esasen bir ülkede saf halde sabit kur rejimi uygulanıyor ise para politikası zaten yoktur. Merkez bankasının tüm politikası döviz kurunu sabit tutmak üzerinedir. Bir de merkez bankasına döviz rezervlerini artırma görevi verilmiş. Tüm bunlar birbirleriyle tutarsız.
- Diğer yandan döviz kuru sabit tutulmaya çalışılırken para da fazla basılamayacağından enflasyon da kontrol altına alınmış olur. *Diyelim soru bu durumdan bahsediyor olsun.
- Yani sabit döviz kuru rejiminde merkez bankası rezervleri nasıl arttırılabilir?
 - Örneğin merkez bankası piyasadan döviz alırken piyasaya sürdüğü yerli parayı elindeki DİBS'leri satarak geri çekebilir. Yerli paranın arzı değişmeyince kur da sabit kalacak. Döviz rezervleri de artmış olacak
 - Yine ülkede faizler bir süreliğine arttırılabilir. Faizler artınca piyasan para çekilmiş olacak. Diğer yandan ülkeye para girişi olurken merkez bankası yabancı parayı alıp yerine yerli para verecek ve böylece hem kur hem de para arzı yine sabit olmuş olacak. Döviz rezervleri de artmış olacak.

7-) Enflasyonun iki temel belirleyicisi olsun: İç talep ve döviz kuru. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olması için, politika faizinin kısa vadeli faizleri, kısa vadeli faizlerin de orta ve uzun vadeli faizleri etkilemesi gerekir. Ayrıca bekleyişleri de etkilemelidir politika faizi. Neden?

Cevap:

- Merkez bankaları çok kısa vadeli (günlük ya da haftalık) politika faizini belirliyor. Bu kadar kısa vadedeki faizler de reel ekonomi üzerinde doğrudan etkili değiller. Doğrudan etkili olanlar özellikle orta ve uzun vadeli faizler.
- Bu faizler iç talebi ve reel ekonomiyi etkiliyorlar. Bu iç talep ise bir sonraki dönem enflasyonu belirliyor
- Diğer yandan herhangi bir vadedeki faiz, onun vadesi boyunca geçerli olan daha kısa vadeli faizlerin ortalamasına eşit olmak durumunda. Dolayısıyla MB'ları aldıkları ya da alacaklarını söyledikleri kararlarla bekleyişleri ve de dolayısıyla bugünkü orta ve uzun dönem faizleri etkileyebiliyorlar
- Ayrıca hem faizler hem de bekleyişler kapsamamış faiz haddi paritesince bugünkü döviz kurunu etkileyebiliyorlar. Döviz kuru da dış talebi, dış talep ise enflasyonu etkileyebiliyor

8-) Bankaların bilançolarında sorunlar olan bir ülkede enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasını önerir misiniz? Neden?

Cevap:

- Finansal sistemin sorunlu olmasının enflasyon hedeflemesi açısından iki önemi var
- Finansal sistemi sorunlu olan ülkede merkez bankası için öncelikli amaç enflasyon hedeflemesi değil finansal sistemi korumak olabiliyor. Bu tip bir durumda bilanço bozuklukları olan bankalar likidite sıkışıklığına düşüp merkez bankasına başvurabiliyorlar. Sisteme likidite (para) sağlanması durumunda da fiyat istikrarı tehdit edilmiş oluyor.
- Ayrıca merkez bankalarının faiz kararları özellikle kredi kanalı (bankaların açabilecekleri kredi miktarı) ile özel sektörün tüketim ve yatırım kararlarını etkiliyor. Sistem sorunlu ise, mesela bankaların bilançoları sorunlu ve likidite problemleri varsa, bu kanallar iyi işlemiyor demektir. Bu durumda merkez bankasının faiz kararları ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım kararları, dolayısıyla enflasyon üzerinde etkili olamayacaktır
- Sonuç olarak enflasyon hedeflemesinde düşük enflasyon belirlemeden önce sorunlu bankaların yapıları iyileştirilmelidir

9-) Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasının amaç fonksiyonunda, enflasyon ve hedeflenen enflasyon arasındaki fark üretim ve potansiyel üretim düzeyi arasındaki fark var. Bu bankanın faiz tepki fonksiyonunda döviz kuru yer alır mı? Neden?

Cevap:

- Amacımız enflasyonu dizginlemekse, bunun bir yolu da dış talebi kısmak. Örneğin döviz kuru çok değer kaybettiğinde faizleri yükseltip yerli paranın değer kazanmasını sağlamak lazım
- Dolayısıyla faiz tepki fonksiyonunda döviz kuru yer alabilir. Çünkü döviz kurundaki değişikliklere tepki vererek de amaç fonksiyonundaki değişkenleri (enflasyon) etkileyebiliriz

10-) Uluslararası finansal piyasaların eklemleşmesi anlamında küreselleşme, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan bir ülkenin merkez bankasının işini kolaylaştırır mı, zorlaştırır mı? Neden?

Cevap:

- Zorlaştırır. Finansal küreselleşmenin artması ile döviz kurunun alacağı değer yurtdışı faize son derece duyarlı hale geliyor. Ayrıca, uluslararası risk alma iştahının sık sık değiştiği bir ortamda sermaye hareketleri son derece oynaklaşıyor. Bu oynaklık, döviz kurunu da oynaklaştırıyor. Net sermaye girişi olduğu dönemlerde lira değerleniyor. Net sermaye girişinin azaldığı ya da net sermaye çıkışının olduğu dönemlerde ise lira değer kaybediyor. Böyle bir ortamda enflasyon hedeflemesi uygulamak zorlaşıyor.
- Ayrıca finansal küreselleşme sonucu piyasalar birbirine bağlantılı ve birbirini finanse edebilir bir hale gelir. Merkez bankası iç talebi kısip enflasyonu düşürmek için sıkı para politikası uygulasa da, bankalar nakit ihtiyacını yurtdışından borç alarak karşılayabiliyorlar

11-) Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları temel (çekirdek) enflasyon göstergelerine özel bir önem veriyorlar. Neden?

Cevap:

- Temel enflasyon göstergeleri dışında kalan ama tüketici endeksine giren bazı mal ve hizmetlerin fiyatları içinde örneğin mevsimsel koşullardan etilenenler var. Mesela domates fiyatları yazın düşüyor kışın artıyor. Oysa merkez bankası fiyatlar üzerinde para politasının sonuçlarını görmek istiyor yalnızca. Dolayısıyla tüketici ürünlerinden dışsal etkilere (enerji fiyatlarında artış, mevsimsel koşullar, maliye politikası vs) daha açık olan ürünler çekirdek enflasyon tanımından dışlanıyor

12-) Yüklümlülük dolarizasyonun had safhada olduğu bir ekonomide enflasyon hedeflemesi uygulanabilir mi? Neden?

Cevap:

- Yüklümlülük dolarizasyonu yüksekse, bazı kesimlerin döviz cinsinden borçları fazla demektir. Böyle bir ekonomide yüksek kur artışları bilançoları bozuyor. Bu bozulma ne kadar derinse üretim ve istihdam da o kadar olumsuz etkileniyor. Öte yandan kur artışı, hem ithal girdi fiyatlarının yükselmesi hem de dış talebi artırarak enflasyonu da yükseltiyor. Bu durumda enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası açısından zor bir durum ortaya çıkıyor. Enflasyon nedeniyle faizi artırması gerekiyor. Böyle bir faiz artışı yerli paranın değerlenmesine de set çekebilir. Öte yandan üretim ve istihdamdaki olumsuz gidiş faiz düşürmeyi gerektiriyor. Çelişkili bir durum.
- Bir de işin finansal istikrar boyutu var. Bankalar dışında kalan şirketlerin bilançolarının bozulması eninde sonunda bankaların bilançosunun bozulması demek. Zira şirketler aldıkları kredileri ödemekte borçlanacaklar. Ek olarak bankalarda da döviz açık pozisyonu olabilir. Bunların hepsi finansal istikrara tehdit. Bu da enflasyon hedeflemesinin ileride sağlıklı yürütülmesini engelleyebilir.

13-) Bir ülkede köşe yazarları, yorumcular ve de siyasiler, ihracatın artırılmasının öndündeki en büyük engelin merkez bankasının uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimi olduğunu belirtiyorlar. Merkez bankasına politika faiz haddini keskin biçimde düşürmesi için baskı yapıyorlar. Bu baskının nedeni ne olabilir? Merkez bankası bu baskılar karşısında ne yapmalı? Bu baskılar hangi koşullar altında anlamlı, hangi koşullar altında anlamsızdır?

Cevap:

- Ülkede faiz düşünce para diğer ülkelere gitmek isteyecek ve yerli para değer kaybedebilecektir. Bu da yerli mallara dış talebi artıracaktır. Köşe yazarlarının faizlerin düşmesini istemesinin sebepleri budur
- Lakin böyle bir politika enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasının hedefleri ile terstir. Zira faizlerdeki düşüş hem iç, hem dış talebi canlandırarak enflasyon yaratabilecektir
- Dolayısıyla merkez bankası faizleri hızlı bir şekilde düşürmek istemez. Yavaş yavaş, uzun vadedeki uzun vadedeki enflasyon beklentileri ile uyumlu bir şekilde düşürmek ister
- Ayrıca şirketler kesiminin döviz açık pozisyonu aşırı düzeydeyse, yerli paranın hızlı biçimde değer kaybetmesi şirketler kesimini olumsuz yönde etkiler.
- Kaldı ki bu tartışmalarda, çok daha önemli olan verimliliğin hiç gündeme gelmediğini hatırlamak gerekiyor. İşgücü verimliliğinin yükselmesi açık ki birim ürün maliyetini düşürüp ihracatı olumlu etkileyecek. Verimlilik açısından da para politikasının yapabileceği bir şey yok

- Peki merkez bankası bu baskılar karşısında ne yapmalı?
- Asıl istenilir olan, bir yandan verimliliği artırıcı yapısal reformlar yapılırken diğer yandan enflasyonun kalıcı biçimde fiyat istikrarı ile uyumlu bir düzeye inmesini sağlamak. Enflasyon bu düzeye geriledikten sonra reel kuru da dikkate alan, aşırı değer kaybına ya da değerlenmeye izin vermeyen bir para politikası yararlı olur. Çözüm suni faiz indirimlerinde değil.

14-) Aşağıda A ülkesine ait bazı ekonomik göstergelere ilişkin veriler yer alıyor. Bu ülkede enflasyon hedeflemesi uygulanmasını önerir misiniz? Tartışın.

	2004	2005	2006
Kamu borcu/GSYH (%)	55	50	45
Reel faiz (%)	8	7,5	7
Finansal kesimin			
döviz açık pozisyonu (milyar dolar)	30	37,5	50,4
açık pozisyon/toplam varlıklar (%)	28	33	36
Büyüme hızı (%)	5	5	5
Enflasyon (%)	14	14	14

Cevap:

- Tabloda ilk iki sırada maliye politikasına ilişkin önemli bilgiler var. Kamu borcu düşme eğiliminde, keza reel faiz de. Bu açıdan bakıldığında mali baskınlığın azaltılması yolunda ilerliyor bu ülke. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesinin ilk önkoşulu sağlanıyor. Oysa finansal kesime ilişkin veriler bozulma yönünde bir eğilime işaret ediyorlar: Döviz açık pozisyonu hızla artıyor. Finansal kesimdeki bu kötü gidişatı durdurup tersine çevirmeden enflasyon hedefi uygulamasını tavsiye etmem. Döviz açık pozisyonunun enflasyon hedeflemesini nasıl zorlaştırdığı on ikinci soruya verilen yanıtta var.

15-) Aşağıda bir merkez bankasının tepki denklemi veriliyor:

$$r_t = r_n + A(r_t^* - r_n^*) + B(\pi_t - \pi_h) + C(Y_t - Y_n)$$

- a. Denklemden yer alan değişkenler nelerdir?
- b. A, B ve C'nin işaretleri nedir? Neden?
- c. Uluslararası finansal yatırımcıların risk alma iştahları azalırsa, politika faizi nasıl değiştirilmelidir? Neden?

Cevap:

- a. r : Yurtiçi reel faiz var; r_n : Yurtiçi reel faizin doğal düzeyi; r_t^* : Yurtiçi reel faizler yurtdışı reel faizler; π : Enflasyon; π_h : Hedeflenen enflasyon; Y : Reel gelir düzeyi; Y_n : Reel gelir düzeyinin doğal değeri.
- b. Diğer unsurlar aynı kalmak üzere; yurtdışı reel faiz, enflasyon ve reel gelir arttıkça yurtiçi reel faiz arttırılacak: $A > 0$, $B > 0$, $C > 0$.
- c. Uluslararası finansal yatırımcıların risk alma iştahının azalması, net sermaye girişlerinin de azalması demek. Döviz kuruna yukarıya doğru baskı olacak; yerli para reel olarak değer kaybetme baskısı altında kalacak. Bu durumda, politika faizinin de yükseltilmesi gerekiyor.

BÖLÜM 14: PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI (kitap yeni basım, bölüm 15)

1-) Bazı bankaların fazla bazı bankaların da eksik likiditesi var. Ancak, bankacılık sistemine bir bütün olarak bakıldığında ne fazla ne de eksik likidite söz konusu. TCMB döviz piyasasına müdahale ediyor ve 10 milyar dolar alıyor piyasadan. Müdahale öncesinde bankalararası piyasa denge faiz haddi yüzde 5. TCMB bu faizin sabit kalması gerektiğini düşünüyor. TCMB'ye ne yapmasını önerirsiniz?

Cevap:

- Merkez bankası piyasadan 10 milyar dolar aldığı piyasa karşılığı olan TL vermiş oluyor. Bu da bankacılık kesimini rahatlatacağından denge faiz haddini yüzde 5'in altına indirebilecek bir gelişme. Eğer merkez bankası bankalararası faizin sabit kalmasını istiyorsa bu parayı sistemden geri çekmesi lazım. Bu işleme (yani para tabanındaki değişikliği eski haline getirme) sterilizasyon deniyor
- Merkez bankasının bankacılık kesiminden para çekmesi için kullanabileceği enstrümanlar (para politikası araçları) şunlar: DİBS kesin satımı (bankalara tahvil satarak piyasadaki parayı çekiyor), Ters repo (devlet tahvillerin bankalara geçici süre için satımı), Likidite Senedi ihraç etmesi (Devlet tahvili yerine merkez bankasının kendi sentleri bunlar), Mevduat (depo) alması (merkez bankasının bankalardan faiz karşılığı mevduat toplaması), zorunlu karşılık oranlarını yükseltmesi

2-) 2010 ortalarına kadar TCMB'nin temel politika faizi borç alma faizi idi. Daha sonra temel politika faizi repo faizi oldu. Bu iki faiz arasında temel fark nedir? TCMB'nin böyle bir değişikliğe gitmesinin nedeni ne olabilir?

Cevap:

- Bankacılık sisteminde TCMB'nin amaçlarına ters düşen (mesela enflasyonu artırabilecek) bir likidite fazlası varsa TCMB'nin bunu çekmesi gerekir. Bu durumda bankalardan borçlanacak. Dolayısıyla, borç alma faizi (faiz koridorunun alt sınırı) önemli olacak. 2010 ortalarına kadar durum böyleydi. Öte yandan, TCMB'nin kısa vadeli faiz haddinin olmasını istediği düzeyde, bankacılık sisteminde likidite ihtiyacı varsa –ki 2010 ortalarından itibaren böyle bir durum ortaya çıktı, TCMB'nin bu ihtiyacı gidermesi gerekir. Bu durumda, TCMB'nin borç verme faizleri bankalar açısından önemli olacak
- 2002 yılından 2010 yılına kadar bankacılık kesiminde fon fazlası vardı. Bu yüzden temel politika faizi, merkez bankasının bankacılık kesiminin likiditesine verdiği faiz olan borç alma faizi idi. 2010'da sistemde fon eksikliği olduğu için Merkez Bankası bankalara borç verir oldu. İki temel borç verme faizi var. TCMB'nin. Birincisi, repo faizi. İkincisi, gecelik borç verme faizi (koridorun üst sınırı). Normal koşullarda, likidite sıkışıklığı varken repo faizi önemli. Temel politika faizi bu borcun faizi olan repo faizi

oldu. Ancak yedinci alt bölümde anlatıldığı gibi 2010 sonrasında TCMB koridorun üst sınırını da kullandı.

3-) Bazı bankaların fazla bazı bankaların da eksik likiditesi var. Ancak, bankacılık sistemine bir bütün olarak bakıldığında ne fazla ne de eksik likidite söz konusu. TCMB döviz piyasasına müdahale ediyor ve 10 milyar dolar satıyor. Müdahale öncesinde bankalararası piyasa denge faiz haddi yüzde 7. TCMB bu faizin sabit kalması gerektiğini düşünüyor. TCMB' ye ne yapmasını önerirsiniz?

Cevap:

- 1. sorunun cevabının tersi. Merkez bankasının bankacılık kesimindeki likiditeyi artırmak için yapabileceği işlemler: DİBS kesin alımı, Repo, Depo Vermek, Reeskont kredisi (Şirketler bankalardan kredi kullanırken onlara teminat veriyor. Reeskont kredisi de bankaların merkez bankasına bu teminatları gösterip merkez bankasından kredi almaları), Zorunlu Karşılık Oranlarını Azaltmak

4-) Koridor faiz sistemi uygulayan bir merkez bankası gecelik borç verme faizini % 18'e, gecelik borç alma faizini ise % 15' e düşürdü. Bankalararası para piyasasında bankaların kendi aralarında yaptıkları işlemler sonucunda denge faizi, bu aralığın dışında bir yerde olabilir mi? Neden?

Cevap:

- Bir banka merkez bankasından %18 ile borç almak varken bir diğer bankadan bunun üstünde bir faiz oranıyla borçlanmaz
- Ya da bir banka merkez bankasına parasını yatırıp %15 faiz almak varken başka bir bankanın verdiği daha düşük bir faiz oranına razı olmaz
- Dolayısıyla hayır, bankalararası piyasadaki denge faizi merkez bankasının uyguladığı koridor faizinin dışına taşmaz

5-) Ekonomide gerginlik artıyor. Bankalar birbirine borç vermeye nazlanıyorlar. Bu durum giderek yaygınlaşır ve şiddetlenirse merkez bankası ne yapmalı? Bu yapacağı bilançosunu etkiler mi? Nasıl? Tartışın.

Cevap:

- Finansal kriz dönemlerinde soruda bahsedilen durum ortaya çıkabiliyor
- Bu durumda merkez bankası sisteme likidite sağlayıp finansal kesimi (enflasyonu etkilemek pahasına) rahatlatılabilir

- Böyle bir işlem para tabanının artırarak merkez bankasının yükümlülüğünü artırırken, merkez bankasının sisteme likidite verirken alacağı teminat bankanın bilançosunun varlık tarafında belirecektir.
- Döviz cinsinden de likidite sıkışıklığı varsa, merkez bankalarının bu sıkışıklığı da gidermeye çalışmaları gerekir

6-) Bir merkez bankasının sterilizasyona gitmesi ne demektir? Hangi durumlarda ortaya çıkabilir? Merkez bankası bilançosunu nasıl etkilenebilir, örnekle anlatınız.

Cevap:

- Steril etmek kelime anlamıyla ‘temizlemek’ ‘arındırmak’ anlamına gelir. Ekonomi literatüründe merkez bankasının para politikasını kullanırken aldığı kararlar sonucunda para tabanında meydana getirdiği değişiklikleri gidermek için kullandığı uygulamalardır
- Örneğin ülkeye çok fazla sermaye akışı olduğunu, yerli paranın değerleneceğini, merkez bankasının da bunu önlemek için piyasaya tl verip döviz aldığını düşünün. Bu işlem para tabanı genişletecektir. İşte Merkez Bankası ekonomiyi enflasyona sebep olabilecek bu fazla paradan arındırmak için piyasaya Menkul Kıymet, Tahvil, Bono veya altın vb. değerli kağıt ya da emtiayı sürüp (1. soruda bahsedilen enstrümanlar) piyasadaki fazla tl’yi temizleyebilecektir
- Sterilizasyon sonucunda merkez bankasının bilançosunun yükümlülük tarafında parasal taban azalacak, bunun karşılığında varlık kısmındaki tahviller azalacaktır. Bilanço değişikliğine örnek olarak 12. bölümün 1. sorusuna bakabilirsiniz

7-) TCMB’ nin 2010 yılının ikinci finansal İstikrar Raporu’ndan bir alıntı (TCMB 2010e, s. 50): Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu amaca hizmet etmek üzere merkez bankaları klasik Taylor kuralına paralel olarak politika faiz oranını temel araç olarak kullanmaktadır. Söz konusu kural enflasyon hedefine ulaşmak için gerekli faizin belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Öte yandan, finansal istikrar açısından önem taşıyan kredi büyümesi, varlık fiyatları ve cari açık gibi faktörler için de faiz oranları belirleyicidir. Bundan hareketle, fiyat istikrarı için gerekli olan bir faiz seviyesi olabilir. Ancak, ekonomide fiyat istikrarı için gerekli olan faiz seviyesi her zaman birbiri ile uyumlu olmayabilir."

Durumun böyle olduğunu düşünün. Politika faizi fiyat istikrarı ile uyumlu. Oysa finansal istikrar açısından gereken faiz daha yüksek. TCMB’ye nasıl bir para politikası uygulamasını önerirsiniz? Neden?

Cevap:

- Finansal istikrar açısından gereken faizin şu andakinden daha yüksek olmasının gerekmesi demek merkez bankasının finansal istikrarı koruma adına finansal sistemden likidite çekmek istemesi demektir

- Merkez bankası bunu politika faizini değiştirmek yerine başka araçlarla (zorunlu karşılık oranlarını artırmak gibi makro-sakıngan politika araçlarıyla) yapabilir

8-) Bir ekonomide doğal işsizlik oranının oldukça üzerinde bir işsizlik oranı olsun. Bu ekonomide politika faizi yüzde 0. O ülkenin merkez bankasına işsizlik oranını doğal düzeyine yaklaştırmak için ne gibi bir politika önerirsiniz? Neden?

Cevap:

- Önceki konulardan hatırlarsanız

$$U_t = U_n - \beta(\pi_t - \pi_t^e)$$

beklenen enflasyonun üzerinde bir enflasyon yaratırsanız işsizliği düşürebiliyorsunuz

- Bu da para basmayla, yani enflasyon hedeflemesi sisteminde faizleri düşürmekle olabilir
- Lakin sorudaki ülkede faizler zaten sıfır seviyesinde, daha fazla düşürmek mümkün değil.
- O zaman yapabilecek iki şey gözüküyor.
- Birincisi merkez bankası değil hükümet politikası, ve daha güvenli. Kamu harcamalarını artırarak ekonomiyi canlandırmak
- İkincisi bankalara diğer kanallarla likidite aktararak bankaların kredi açması kolaylaştırmak. Örneğin, merkez bankası bankaların ellerindeki uzun dönemli devlet tahvillerini alabilir

9-) TCMB bankacılık sisteminin likiditesini artırmak istiyor. Neler yapabilir? Bir öncelik sırası olmalı mı?

Cevap:

- Merkez bankasının bankacılık kesimindeki likiditeyi artırmak için her zaman politika faizini ve faiz koridorunu aşağı doğru çekebilir. Bunun dışında yapabileceği işlemleri (kullanacağı enstrümanları) 3. soruda tartışmıştık (DİBS kesin alımı, Repo (yani DİBS geçici alımı), Zorunlu Karşılık Oranlarını Azaltmak,...)
- Öncelik sırasına gelirse; banka eğer piyasanın uzun dönemli enflasyon beklentilerini değiştirmekte bir sakınca görmüyorsa faizlerle oynayabilir. Yok görüyorsa sisteme diğer enstrümanlarla müdahale etmeyi seçebilir. Bu seçimi yaparken de para arzını kalıcı olarak artırmakda bir sakınca görmüyorsa bankaların elindeki devlet tahvillerini kalıcı olarak satın alabilir ya da zorunlu karşılık oranlarını değiştirir. Yok görüyorsa bu tahvilleri geçici olarak almayı seçebilir. Bir de zorunlu karşılık oranlarını değiştirmek bankaların bilançolarını önemli ölçüde değiştirebilecek yapısal bir yaklaşım. Bunun yerine diğer enstrümanlar düşünülebilir

10-) TCMB bankaların daha az kredi açmalarını istiyor. Neler yapabilir? Tartışın

Cevap:

- Bankaların elindeki likiditeyi azaltması lazım. Merkez bankasının bankacılık kesiminin likiditesini azaltması (sistemden para çekmesi) için öncelikle olarak politika faizini ve faiz koridorunu yukarı doğru çekebilir. Bunun dışında kullanabileceği diğer enstrümanları 1. soruda tartışmıştık. Ancak küreselleşmenin arttığı bir ortamda, bankaların yurtdışından borçlanma olanakları olduğunu unutmamak gerekiyor. Bu yolla, bankalar kredi arzını azaltmayabilirler. Makro-sakıngan politika araçlarının da devreye girmesi gerekiyor. Bu araçların önemli bir kısmı ise BDDK'nın elinde. İşbirliğine gitmekte yarar var.

11-) Koridor sisteminde bir merkez bankasının borç verme faizi borç alma faizinden düşük olamaz. Neden?

Cevap:

- Diyelim böyle bir durum oluşsun ve merkez bankasının borç verme faizi %10, borç alma faizi %15 olsun. Bu durumda tüm bankalar merkez bankasından borç alıp aynı parayı daha yüksek faizle merkez bankasına yine borç verirler. Herhalde hiçbir banka böyle bir şey yapmaz. Sonuçta olabilecek olanlar: sistemdeki tüm likiditenin merkez bankasına akması (ve ekonominin daralması), bankanın durduk yere zarar etmesi, bu sistem bittiğinde piyasaya çok yüksek miktarda likidite verilecek olması, vb.