

## **BÖLÜM 9: PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI (kitap yeni basım, bölüm 9 ve 10)**

1-) Şirketlerde ve bankalarda ne gibi bilanço bozuklukları olabilir? Bu bozukluklar para politikasını ne ölçüde etkiler?

**Cevap:** Bilanço bozukluklarının nedenleri:

- Açık döviz pozisyonu (Örneğin döviz borcu olup tl alacaklı olmak; bu durum bilançoğu döviz kurundaki sıçramalara karşı kırılanlaştırıyor)
- Vade uyumsuzluğu (Varlıklar uzun borçlar kısa vadedeyse likidite zorluğu yaşanabilir. Bu durum yüksek faizli borçlanma arayışı doğurur)
- Sorunlu krediler (Verilen kredilerin, yapılan yatırımların, geri dönmemesi durumu)
- Düşük Kaldıraç oranı (Kaldıraç oranı bankanın sermayesinin toplam varlıklarına oranı. Düşük kaldıraç oranı düşük sermayeye işaret ediyor. Yukarıda sıralanan sebepler bilançolardaki oluşabilecek kötüleşme eğer bankanın özsermayesi güçlüyse buradan karşılanabilir. Düşük sermaye durumunda bu durum sermayeyi sıfıra, yani bankayı, şirketi, batmaya götürür.)
- Likidite sorunu (Likidite sorunu sadece şirkete ya da bankaya has değil, finansal sistemin bir sorunuysa likidite bulunması için çok yüksek faizler ödenmek durumunda kalınabilecek. Bu da bilançoğu kötüye götüren bir başka etken)

– Bu bozukluklar para politikasını ne ölçüde etkiler?

- \* Şirketlerin bilançolarının bozuk olmasının doğrudan para politikasına etkisi yok. Ancak, şirketlerin sorunları eninde sonunda bankaların sorunları. Zira bankalar bu şirketlere kredi açıyorlar; onlardan alacaklı durumdadalar. Bankaların zor duruma düşmesi ise para politikasını yakından ilgilendiriyor.
- \* Mesela likidite sıkışıklığı çekmeleri halinde, merkez bankasının ‘son başvurma merci’ olarak devreye girmesi gerekebilir.
- \* Finansal sistemi kurtarmak için likidite sağlanması durumunda ise yine enflasyon hedefi doğrudan tehdit edilmiş oluyor
- \* Kısacası finansal istikrar para politikası açısından önemli. Merkez bankalarının özellikle finans kesimi ile reel kesim arasındaki ilişkilerden doğabilecek riskleri, mesela aşırı kredi genişlemesinin ileride yaratabileceği tahribatı azaltmaya çalışması gerekiyor.

2-) Bir merkez bankasının fiyat istikrarı amacı ile finansal istikrar amacı çelişebilir mi? Nasıl? Çelişirse o merkez bankasına ne tavsiye edersiniz? Tartışın.

**Cevap:**

- Üstteki sorunun cevabında da bahsettiğimiz gibi evet, çelişebilir. Örneğin; merkez bankası ülkedeki enflasyon rakamlarından rahatsız ise buna göre bir politika izlemek isteyebilir. Örneğin faizleri artırmak isteyebilir. Ancak aynı ülkede bir finansal istikrar sorunu varsa, örneğin bankalar likiditeye ihtiyaç duyuyorsa, merkez bankası fiyat istikrarı politikasına ters düşerek para basıp bankaların likidite ihtiyacını karşılayabilir.
- TCMB'nın, örneğin, yasa ile tanımlanmış temel görevi fiyat istikrarını sağlamak. Daha sonra bununla çalışmıyorsa büyüme ve istihdam politikalarını, ve de finansal istikrarı desteklemek. Dolayısıyla öncelikli olarak fiyat istikrarına ağırlık vermek gibi gözükülebilir. Diğer yandan merkez bankasına finansal sorunun mu ya da fiyat istikrarı sorununun mu daha riskli olduğunun cevabını bulmasını ve buna göre bir politika uygulamasını öneririm. Çünkü merkez bankasının ilk amacının fiyat istikrarı olmasına rağmen, finansal sorunların da daha büyük sorunlar yaratabileceği ve bazı durumlarda finansal sorunlara çözüm aramasının daha önemli olabileceği çeşitli (2001, 2008) kriz dönemlerinde yaşananlarla örneklenmiştir

3-) Merkez bankalarının son başvurma mercii olmaları ne demektir? Bu açıdan merkez bankalarına bir iş düşmemesi için neler yapılması gerekir? Tartışın.

**Cevap:**

- Merkez bankası, bankacılık sisteminde belirsizlik ve güvensizlik oluşması (likidite fazlası olan bankaların bile diğerlerine batacak orkusuyla borç vermemesi) ve fon çekimlerinin hızlanması halinde, haklarında belirsizlik ve güvensizlik oluşan, ancak ödeme kabiliyeti olan bankalara, sistemik risk yaratmalarının önlenmesi ve finansal sistemdeki belirsizliğin ve güvensizliğin giderilerek, finansal istikrarın korunması amacıyla likidite (bir teminat karşılığı) kredi sağlayabilir
  - Yine likidite zorluğuna düşen kurum eğer finansal sistemde büyük bir kurumsa (yani batması halinde domino etkisi yaratabilecek bir kurumsa), bu kurumun TCMB'nin sağladığı krediyi ödeme kabiliyeti düşük de olsa TCMB tarafından fonlanabilir
- Bu açıdan merkez bankalarına bu tür bir son görev düşmemesi için, bankacılık ve sermaye piyasası denetleme ve düzenleme kurumlarının (örneğin; BDDK,SPK, TCMB) gözetim ve denetleme görevlerini iyi bir şekilde yapması ve bankaların herhangi bir sermaye bozukluğu ile karşılaşmaması gerekir

4-) Bir bankanın 'batırılmayacak kadar büyük' olması ne demektir? Bu tür bankalar daha fazla risk almaya eğilimli olurlar. Neden? para politikası açısından tartışın.

**Cevap:**

- Bir bankanın 'batırılmayacak kadar büyük' olması demek, bir üst sorunun cevabında tartışıldığı üzere finansal sistemin büyük bir oyuncusu olan bankanın batması halinde borç alacak-verecek ilişkisinde olduğu diğer bankalarında bundan etkilenerek batma noktasına geleceğinden, o bankanın devlet tarafından kurtarılması gerektiğinin düşünülmesidir.
- Bu tür bankaların daha fazla risk alma eğiliminde olmalarının sebebi eğer babatarlarsa devlet tarafından kurtarılacaklarını bilmeleridir. Bunu bildiklerinden banka yöneticileri daha kolay riskli işlere girerek yüksek prim kazanmaya çalışırlar. Buna karşılık, riskler gerçekleşip banka batmanın eşğine gelirse de nasıl olsa devlet tarafından kurtarılacaklardır. Bu anlamda kârlar özel, zarar ise toplumsal oluyor. Bu durum finansal sistemde risk oluşturduğundan para politikasının amaçları ile ilgilidir

5-) Ağustos 2002'de bir sempozyumda zamanın FED Başkanı Alan Greenspan konuşuyor; "1990'ların ortalarından itibaren ekonomideki ve finansal piyasalardaki gelişmeleri anlamak çabası politika yapıcıları için özellikle meydan okuyucu bir uğraş oldu... FED varlık fiyatlarında oluşan balonlara ilişkin bazı sorunlara eğildi... Olaylar geliştikçe, bir balonu belirlemenin ne kadar zor bir iş olduğunu, ancak o balon patlayıp da varlığı böylece kanıtlandıktan sonra bu balonunun saptanabildiğini farkettilik. Dahası, önceden belirlenebilseler bile, hep kaçındığımız bir keskin ekonomik daralmaya yol açmadan bu balonun büyümesinin engellenebileceği hiç açık değildi." Para politikası tarafından tartışınız.

**Cevap:**

- Mali varlık fiyatlarında oluşan balonların engellenmesi, para politikasının amaçlarından bir tanesidir. Çünkü bir mali varlık fiyatında bir balon oluştuysa, bu balonun patlaması durumunda ekonomide büyük bir şok oluşacak, insanların servetleri aniden düşecek, borçlarını ödeyemeyecekler ve harcamalar kesilecek, şirket ve banka bilançoları kötüye gidecek ve balon yeterince büyükse her yönüyle büyük krizler ortaya çıkabilecektir. Dolayısıyla balonlar hem finansal sistemi hem de reel ekonomiyi, yani para politikasının birçok amacını direkt olarak etkilerler
- Bu tür önemli varlıkların fiyatlarında balon oluşma belirtisi görüldüğünde merkez bankalarının bu balonları patlatmaları gerektiği söyleniyor. Ancak döviz kuru örneğinde olduğu gibi, mali varlığın fiyatındaki bir hareketin balon mu yoksa iktisadi temellerden mi kaynaklandığını saptamak oldukça zor olabilir. Balonu saptamak zorsa, patlatmaya yönelik bir politika tasarlamak da zorlaşır. Bu zorluğa karşın özellikle aşırı kredi genişlemesinin önlenmesi gerektiği konusunda çoğu iktisatçı anlaşılıyor. Zira aşırı kredi genişlemeleri, çeşitli varlık fiyatlarına balon oluşmasına zemin hazırlıyorlar. Bu nedenle, tarihteki finansal krizlerin çoğundan önce bu tür aşırı kredi arışları görülüyor

6-) Kredi piyasasının önemi nedir? Neden merkez bankaları kredi piyasalarının düzgün işlemesi ile ilgililer? Neden aynı duyarlılığı, sözgelimi buzdolabı piyasası için göstermiyorlar?

**Cevap:**

- Hem özel yatırım hem de özel tüketim harcamaları ile kredi hacmi arasında yakın bir ilişki var. Ayrıca aşırı kredi artışlarından sonra finansal krizler sıklıkla görülebiliyor. Hızlı kredi artışı aynı zamanda enflasyonu da yükseltiyor. Kredi hacminin çok daraldığı dönemlerde ise şirket iflasları ve işsizlikte patlama olabiliyor. Hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarın sağlanması açısından, dolayısıyla, kredi hacmindeki aşırı dalgalanmaların önlenmesi gerekiyor.
- Sadece buzdolabı piyasasının bozulduğunu düşünelim. Bu piyasadaki zor durumda kalan aktörler, kredi piyasasına başvurarak durumlarını uzun vadede düzeltebilirler. Ancak kredi piyasasının bozulması halinde tüm ekonomi etkilenebilecektir

7-) Neden bir merkez bankası, üretim düzeyinin potansiyel düzeyine yaklaşmasını ister? Bunu sağlayabilir mi? Nasıl? Neden potansiyel üretim düzeyinin yükselmesine çalışmıyor? Bunu gerçekleştiremiyor mu?

**Cevap:**

- Esasen ülkenin potansiyel büyümesi, uzun vadeli büyüme trendidir. Bu da yatırım, teknoloji, verimlilik, insan gücü ve kalitesi gibi etkenlerle sağlanır. Bunlara üretim (arz) etkenleri diyelim.
- Genişletici para politikası ile kısa vadede ülke potansiyel üretim düzeyinin üzerine çıkarılabilir fakat potansiyel düzey artırılmaz. Potansiyel üretim düzeyi arz etkenlerine bağlı. Zaten üretim potansiyel düzeyinin üzerine çıkarılsa bile böyle bir genişleme talebi arzın üzerine çıkararak enflasyonist etki yapabilecektir
- Peki merkez bankaları neden üretim düzeyinin potansiyel düzeyine yaklaşmasını ister?
- Potansiyel düzeyin altında bir üretim seviyesine sahip olan ülkeler işsizlik gibi ciddi sorunlarla karşılaşır. Ayrıca, potansiyelinin çok altında bir üretim düzeyi ise bazı gelişmiş ülkelerde son zamanlarda gözlemlendiği gibi deflasyon riski oluşturabilir. Fiyatların sürekli düştüğü bir ortam açık ki fiyat istikrarı ile çelişmektedir; mücadele edilmesi gerekir.
- Öte yandan, üretim potansiyelinin belirgin biçimde üzerine çıkma eğilimi gösteriyorsa, enflasyon yükselme sürecine girecektir. Böyle bir ortamda, aşırı kredi genişlemesi de oluşabilecektir. Hem finansal istikrar açısından hem de fiyat istikrarı açısından her iki gelişme de arzu edilmeyen gelişmeler. Önlenmeleri gerekir.

8-) Bir özlü deyiş: "Finansal sektörde, sürat felaket değildir. Asıl felaket, çok sert fren yapmak zorunda kalmaktır."Katılıyor musunuz? Finansal sektörün sağlığı ve para politikası açısından tartışın.

**Cevap:**

- ‘Sürat’ olarak çok hızlı kredi artışını düşünün. Böyle dönemler büyük çoğunlukla GSYH’nin potansiyelinin çok üstünde büyüdüğü dönemler. Her şey güllük gülistanlık görünüyor. İç talep çok canlıdır. Bu hıza mevduat artışı çoğu zaman yetişemez, bankalar yurtdışından aldıkları borçları da hızla artırır. Merkez bankasının birden zorunlu karşılık oranlarını yükselttiğini varsayarsak, bankalar bu durumda likidite sıkıntısına düşüp borçlarını ödeyemeyebilir ve bu durum zincir etkisi yaratarak finansal sektörde bozuklukların oluşmasına neden olabilir. Dolayısıyla evet, çok hızlı fren kötüdür
- Ama hali hazırda yüksek bir sürat bile ekonominde yüksek bir talep yaratabilecek, balonlar oluşabilecek, eninde sonunda bu balonların (hızlı ya da yavaş) patlaması gerekebilecektir. Balon oluşmasa dahi GSYH sürekli potansiyelinin üstünde büyüye-  
mez. Eninde sonunda potansiyeline dönme eğilimi gösterir. Ayrıca hızlı büyüme ne-  
deniyle cari işlemler açığı çok artmış olabilir. Ekonomi yönetimi bunu riskli gördüğü  
için iç talebi düşürücü politikalar izleyebilir. Ya da hızlı büyümenin arkasında yurt-  
dışından bol miktarda sermaye girişi vardır. Yurtdışında finansal piyasalar aniden  
karışabilir ve sermaye girişi birden kesilebilir. Bu durumda yurtdışından bol miktarda  
kredi kullanan bankaların ve şirketlerin işi zorlaşır. Dış talep de azalırsa şirketler mal  
satmakta ve dolayısıyla borçlarını ödemekte zorlanmaya başlar. Bu da bankaları güç  
duruma sokar. Dolayısıyla yüksek süratin kendisi de sonuçları bakımından yeterince  
kötüdür
- Ayrıca mali balonların oluşması sırasında da (daha fren yapmadan) kişiler arasında  
gelir transferleri olacak, yatırımlar yanlış sektörlere yönlenebilecektir

9-) Kaldıraç oranı nedir? Ekonomiler hızla büyürken kaldıraç oranının yükselmesini bekler  
misiniz? Neden?

**Cevap:**

- Kaldıraç oranı, bir bankanın öz sermayesinin toplam varlıklarına oranıdır. Bu arada,  
BDDK’nın kaldıraç oranı tanımının bu tanımın tersi olduğunu unutmayın. Evet,  
ekonomiler hızla büyürken, finansal istikrardan sorumlu kurumlar aksine önlemler alıy-  
orsalrı, kaldıraç oranının da yükselmesi beklenir. Bir önceki soruda, hızlı büyüme  
dönemlerinde kredi artış oranının da genellikle yüksek olduğu nedenleriyle anlatılmıştı.

10-) 27 Ekim 2011 günü sabaha karşı AB liderleri bir karar açıkladılar: Yunanistan tahvil-  
lerinin özel ellerde olan kısmına yüzde 50’lik bir saç tıraşı getirilmesi kabul edildi. Farklı bir  
ifadeyle, tahvilleri ellerinde tutanların alacaklarının önemli bir kısmını alamayacakları belli  
oldu. Bu tahvillerin bir kısmı da Güney Kıbrıs bankalarındaydı. 2013 yılının başında Güney  
Kıbrıs’ın bankacılık sektörü neredeyse battı. İki olay arasındaki ilişkiyi açıklayın.

**Cevap:**

- Güney Kıbrıs bankalarının varlıklarının değeri azalıyor bu durumda. Ellerinde tuttukları tahvillerin toplam değeri yarı yarıya azalmış oluyor çünkü. Özkaynak (ÖK), varlıklar (VA) ile borçlar (BO) arasındaki farka eşit:  $\text{ÖK}=\text{VA}-\text{BO}$ . Açık ki varlıkların değerindeki bir azalma, borçlarda paralel bir düşüş yoksa özkaynağı azaltacak. Borçlarda bir değişiklik yok. Bu durumda bankaların varlıkları eriyor; batmanın eşiğine geliyorlar.

**11-)** Küresel krizden sonra merkez bankalarının finansal istikrara daha fazla önem vermeleri gerektiği şeklinde bir görüş ortaya çıktı. Neden? Tartışın.

**Cevap:**

- Küresel krize kadar olan son on yıllarda merkez bankaları fiyat istikrarını ön plana çıkarmışlar, bunun sonucunda 2000’li yıllara gelindiğinde özellikle gelişmiş ülkelerde enflasyon düşük rakamlarda kontrol altına alınmıştı
- Merkez bankalarının ana amaçlarının fiyat istikrarını sağlamak olmasının temel bir nedeni vardı. Fiyat istikrarı sağlandığında, finansal istikrarın oluşması için de elverişli bir ortam yaratılacağı düşünülüyordu
- Oysa küresel kriz enflasyonla mücadeledeki başarıya ve finans kurumlarının sağlam bilançoları olmasını sağlamaya çalışan kurumların varlığına karşın patlak verdi ve sistemik riskin ne denli önemli olduğunu gösterdi. Sistemik riskin iki bileşeni var: Finansal kurumlar arasındaki ilişkiler ve finans kesimi ile reel kesim arasındaki ilişkiler. Merkez bankalarının özellikle finans kesimi ile reel kesim arasındaki ilişkilerden doğabilecek riskleri, mesela aşırı kredi genişlemesinin ileride yaratabileceği tahribatı azaltmaya çalışması gerektiği görüşü ortaya çıktı

## BÖLÜM 10: MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI (kitap yeni basım, bölüm 11)

1-) Merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olduğu bir ülkede kamu bütçesi açık veriyor ve bu açığın milli gelire oranı azımsanmayacak boyutlarda. Açık iç borçlanma ile finanse ediliyor. Reel faiz haddi yüksek denilebilecek bir düzeyde. Ekonomi politikası oluşturanların bütçe açığını kısmaya niyetleri yok; açığın ileride de süreceği anlaşılıyor. Borcun giderek artacağı ve oldukça yüksek düzeylere çıkacağı konuşuluyor. Piyasalar bu nedenle tedirgin. Böyle bir ortamın, o ülkenin merkez bankasının bağımsızlığı üzerindeki olası etkileri nelerdir? Bu olası etkilerin enflasyon üzerindeki yansımaları neler olabilir? Tartışın.

**Cevap:**

- Bütçe açığı yüksek ve ileride artması bekleniyor. Bu nedenle reel faiz de yüksek. İleride daha da artması beklenir. Maliye politikası düzeltilmediğine göre üç olasılık kalıyor.
- Birincisi, yurt dışından daha uygun koşullarla borçlanmak. Bu olasılık gerçekçi değil. Böyle bir devlete kimse borç vermek istemez.
- İkincisi, bu olumsuz süreçte öyle bir an gelebilir ki, reel faiz haddi hazine açısından katlanılamayacak bir düzeye çıkar. Bu durumda, merkez bankasının bağımsızlığı rafa kaldırılır ve hazineye kredi açmak üzere merkez bankasına para bastırılır. Enflasyon yükselir.
- Üçüncüsü, bu hazinenin çıkardığı tahvilleri satın almanın riski giderek artar. Zira sürekli artan reel faiz nedeniyle hazinenin yükümlülüklerini ödememe olasılığı yükselir. Bu durumda hazine finansman ihtiyacını karşılayamayacak duruma düşer. Yine aynı sonuç: Merkez bankasının bağımsızlığı rafa kaldırılır ve hazineye kredi açmak üzere merkez bankasına para bastırılır. Enflasyon yükselir.

2-) Bir merkez bankasının amaç bağımsızlığı olup, araç bağımsızlığının olmaması düşünülebilir mi? Tartışın.

**Cevap:**

- Bir merkez bankasının amacını kendi seçip, ama buna ulaşacağı aracın hükümet tarafından kısıtlanması garip olurdu. Hükümet zaten karışsa amaçlara karışır. Amaçlarına karışmadığı bir merkez bankasının ona ulaşacağı aracına niye karışsın?

3-) Araç bağımsızlığı olan bir ülkede merkez bankasının amaç bağımsızlığı olması da gerekir mi? Tartışın.

**Cevap:**

- Araç bağımsızlığı amaç bağımsızlığını gerektirmez. Demokratik seçimlerle işbaşına gelmiş parlamentonun çıkardığı yasa ile merkez bankasına bazı amaçlar verilmiş olabilir. (en genel anlamda fiyat istikrarı, finansla istikrar, hükümetin ekonomi ve istihdam politikalarını teşvik...)
- Merkez bankasının bu amaçlara hangi araçlarla ulaşabileceği ise kendi profesyonel konusudur. Hükümetler karışmak istemeyebilir. Elbette amaca ne ölçüde ulaştıkları hakkında onlardan hesap sorar.

4-) Bağımsızlığın ekonomik açıdan önemi nedir? Enflasyon ve işsizlik açısından tartışın.

**Cevap:**

- Bir çok çalışmada merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında kuvvetli ve ters yönlü ilişki saptanıyor. Merkez bankasının bağımsızlığı artıkça enflasyon düşüyor. (2001 sonrası Türkiye'nin yaşadıkları gibi.) Ayrıca, bağımsızlık ve enflasyon oynaklığı arasında da benzer ilişki bulunmakta. Ancak reel büyüme hızı, reel büyüme hızındaki oynaklık, işsizlik oranı ve işsizlik oranı arasındaki oynaklık ile merkez bankası bağımsızlığı arasında net bir ilişki saptanmıyor.
- Peki size bir soru? Biz işsizlik ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu kabul ediyoruz (Phillips curve ya da Nordhaus modelinde gösterildiği gibi), yukarıda da bağımsızlık ile enflasyon arasında da ters yönlü bir ilişkinin bulunduğu söyleniyorken; neden merkez bankası bağımsızlığı ile işsizlik oranı arasında bir ilişki bulunmuyor?
  - Bunun muhtemel nedeni incelenen vadeler
  - Kısa dönemde işsizlik ile enflasyon arasında negatif ilişki olduğu doğru. Sürpriz bir para artışı ekonomiyi canlandırıp işsizliği düşürebiliyor. Ama uzun dönemde artık ülkeye enflasyon yerleşmişse işsizlik düzeyi sabit
  - Merkez bankası bağımsızlığı ise uzun vadede enflasyonu ve enflasyonun oynaklığını düşürürken ve bunu sürpriz olmayan bir şekilde iletişim politikası ile destekleyip yaparken işsizliği artırmıyor

5-) Bazı iktisatçılar para politikasına ilişkin olarak anayasalara kurallar konulmasını öneriyorlar. Oysa bu tür bir uygulama pek görülüyor. Öte yandan, 1990'lardan başlayarak çoğu demokratik ülkenin merkez bankası araç bağımsızlığına sahip oldu. Aynı merkez bankaları, fiyat istikrarını sağlamak ile görevlendirildiler. Nedenlerini, 'kurallara göre davranma ve duruma göre davranma' çerçevesinde değerlendirin.

**Cevap:**



- Sözelimi 1990'lı yıllardan sonra artan finansal ve ekonomik küreselleşmenin etkisiyle ortaya çıkan gelişmeler ülkeleri beklenmedik şoklara maruz bıraktı. Örneğin 2008'deki küresel krizi öngörebilen neredeyse kimse yoktu. Öngörülmecek ve ekonomiyi derinden etkileyecek bunca gelişme varken, tüm bu gelişmeleri dikkate alacak bir kural ya da kurallar bütünü tasarlamak imkansızdır. Bu açıdan duruma göre davranabilmek önem kazanmış olur.
- Genel olarak para politikasına ilişkin çok çabuk karar alıp, hemen uygulamak mümkün. Oysa maliye politikasını aynı çabuklukla değiştirmek mümkün değil. Dolayısıyla politika araçları kurallara bağlanacaksa, para politikası da maliye politikası gibi esnekliğini yitirir, bu politika kullanılarak istenilen müdahaleler gerçekleştirilememiş olur
- Bunun yerine para politikasının amacını belirlemek, bu amaca ulaşması için kullanabileceği araçları istediği gibi kullanma yetkisini merkez bankasına bırakmak daha yapılabilir bir seçenek.

**6-)** Yasası, TCMB'nin araç bağımsızlığına sahip olduğunu belirtiyor. TCMB yöneticileri yılda iki kez Bakanlar Kurulu'na ve Meclis'e sunum yapıyorlar ve gelen soruları yanıtlıyorlar. Bu araç bağımsızlığına aykırı mı? TCMB Yasası değişmeli mi?

**Cevap:**

- Merkez bankasının amaçları parlamento ve hükümet tarafından belirleniyor. Dolayısıyla bu kurumların denetimin olması normal. Ayrıca gerekli de. Çünkü merkez bankası ve hükümetin kamu yararı için eşgüdüm içinde çalışması gerekiyor. Yasayla belirlenen amaçlara ulaşması için yine yasayla kendisine kullanması yetkisi verilen araçları istediği gibi kullanma özgürlüğü sağlanan bir kurumun, hesap vermesinden daha doğal bir şey olamaz.
- Diğer yandan eğer bu sunumlarda parlamento ya da hükümet, merkez bankasına (örneğin enflasyonu %5'e indirirken) şu şu yolu takip edeceksin deseydi araç bağımsızlığına aykırı olurdu

7-) Merkez bankaları çoğu ülkede bağımsızlaşırken, aynı ülkelerde maliye politikasını uygulayanlar için neden bağımsızlık düşünülüyor? Tartışın.

**Cevap:**

- Soruya 2 yönden yaklaşılabilir. Birincisi hükümetler bütçelerini ne şekilde kullanacak? Bu bağımsızlaştırılmalı mı? İkincisi, hükümetler istedikleri kadar borçlanabilirler ve bütçelerini şişirebilirler mi?
- Maliye politikası hükümetin yönlendirebileceği sayısız kaleme sahip. Bu kalemlerin her birinin de farklı sosyal gruplara etkileri birbirlerinden farklı, ve çoğu zaman da gelir dağılımını etkileyecek türde. Dolayısıyla bu kalemlere demokratik yollardan seçilmiş hükümetler tarafından karar verilmesi gerekiyor.
- Hükümetlerin istedikleri kadar borçlanabilme meselesine gelince, aslında bu konu son zamanlarda tartışılıyor. Örneğin Avrupa Birliğine dahil birçok ülke yüksek borç stokuna sahip olduğundan, ülkelerin bütçelerinin oluşturulacak bir üst kurulun denetimine tabi olması tartışması var. Bu da hükümetlerin tek başlarına karar almaması, yani bağımsızlık yönünde bir adım demek. Zaten hali hazırda birliğin daha ileriki aşamalarına geçişi için konulmuş ve üye ülkelerin mali durumlarına ilişkin Maastricht kriterleri gibi bazı kriterler de var. (Bütçe açığı GSYH'nın %3'ünü geçemez, borç stoku %60'ını geçemez gibi)

8-) Bir merkez bankasının hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını sağlamak ile görevlendirilmesi ve buna göre politika araçlarına sahip olması, bağımsızlığını nasıl etkileyebilir? Tartışın.

**Cevap:**

- Makro-sakıngan, mikro-sakıngan ve fiyat istikrarı politikalarının tek bir kurumda olması, o kurumun çok güçlü yetkilerle donanması anlamına geliyor. Mesela, kısa vadeli faiz haddini değiştirebiliyor, açacakları krediler için bankaların ayıracakları sermaye karşılıklarını belirleyebiliyor, her bir bankanın ne kadar döviz varlığı tutacağını üst sınırına karar verebiliyor, zorunlu karşılık oranlarını saptayabiliyor, hangi bankaların kapatılacağını önerebiliyor. . . Örnekler çoğaltılabilir. Önemli olan şu: Bu kadar yetki demokratik açıdan sakıncalı olabilir. Sonuçta bu kararların bir kısmının atanmışlar değil, seçilmişler tarafından verilmesi gerekir. Şimdi bir nedenle tüm bu tür yetkilerin merkez bankasında olduğunu düşünün. Eninde sonunda toplumda bu duruma itiraz artacaktır. Özellikle de siyasiler bu durumdan hoşlanmayacaklardır. Böyle bir durumda, merkez bankasının alacağı her karara karışmak arzusu artacaktır.

# BÖLÜM 11: MALİYE POLİTİKASI İLE PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ ETKİLEŞİM (kitap yeni basım, bölüm 12)

1-) Maliye politikasını dikkate almadan bir para politikası yürütmek mümkün mü? Tartışın.

**Cevap:**

- Kitaptaki ‘sevimsiz monetarist aritmetik denklemini’ kullanarak açıklarsak

$$b_{t-1} + \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right) \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right)^j fda_{t+j} = \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right) \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right)^j s'_{t+j} \quad (8)$$

- Bu denkleme göre devletin birikmiş borç stokunun GSYH’ya oranı ( $b_{t-1}$ ), ve gelecekte borçlanacağı miktarlar (yani gelecekte vereceği faiz dışı bütçe açıklarının GSYH’a oranı,  $fda$ ), ancak bugünkü ve gelecekteki senyorej gelirleriyle ( $s'$ ) yani para basarak kapatılabiliyor. Eğer kamu politikası açık vermek yerine fazla verseydi ( $fdf$ : faiz dışı fazla) yukarıdaki denklem

$$b_{t-1} = \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right) \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right)^j fdf_{t+j} + \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right) \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right)^j s'_{t+j} \quad (7)$$

şeklinde yazılabilirdi. Yani birikmiş borçlar sadece senyorej gelirleriyle değil kamunun gelecekteki tasarrufları kullanılarak da kapatılabilirdi.

1. (8) numaralı denklem gösteriyor ki özellikle de yüksek borç stokuna sahip, veya açık veren ve vermeye devam edecek hükümetler eninde sonunda senyorej gelirin ihtiyaç duyacak. Dolayısıyla maliye politikasını dikkate almadan bir para politikası yürütmek özellikle de bu koşullar altında mümkün değil.

2-) Senyora j gelirleri yok. Borç dinamiği denklemi:  $b_t = (1 + r - g_y)b_{t-1} + fda_t$ . Dış borçlanmanın olmadığı bu ekonomide bütçeye ilişkin şu büyüklükler veriliyor:  $P = 1$  (sabit);  $G_t = 500$ ;  $T_t = 400$ ;  $Y_t = 2000$ ;  $B_{t-1} = 1000$ ;  $Y_{t-1} = 2000$ ;  $r = 0,05$  (yüzde 5).

a-) Gelir düzeyi sabit.  $b_t$  ve  $b_{t-1} = ?$  Borç oranındaki değişimin nedenlerini belirtiniz.

**Cevap:**

- İlk önce yukarıdaki denklemde kullanacağımız değişkenleri hesaplayalım

– Faiz dışı bütçe açıklarının GSYH'a oranı (aşağıdaki sonuca göre bu oran %5)

$$fda_t = \frac{P_t(G_t - T_t)}{P_t Y_t} = \frac{1 \cdot (500 - 400)}{1 \cdot 2000} = 0,05 \quad (\text{E3})$$

– Borç stokunun GSYH'ya oranı

$$b_{t-1} = \frac{B_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} = \frac{1000}{1 \cdot 2000} = 0,5 \quad (\text{E4})$$

– Ülkedeki reel büyüme oranı

$$g_{y,t} = \frac{Y_t}{Y_{t-1}} - 1 = \frac{2000}{2000} - 1 = 0 \quad (\text{E10})$$

- Dolayısıyla yukarıdaki denklemde bunları yerine yazarsak ülkenin t zamanındaki (GSYH'ya oranla) borç stoku bulunmuş olur

$$\begin{aligned} b_t &= (1 + r - g_y)b_{t-1} + (fda_t - s'_t) \\ &= (1 + 0,05 - 0) \cdot 0,5 + (0,05 - 0) \\ &= 0,575 \end{aligned} \quad (4)$$

- Bu sonuca göre soruda sorulan borç oranındaki artış %7.5 olmuş oluyor

$$b_t - b_{t-1} = 0,575 - 0,5 = 0,075$$

Açıklama: Ülkede büyüme olmadığı için ( $g_{y,t} = 0$ ) borç stokunun GSYH içindeki payı değişmedi, ama eski borca faiz ödenince borç arttı ve  $(1 + r - g_y) \cdot b_{t-1} = 1,05 \cdot 0,5 = 0,525$  oldu. Üstüne bir de bu dönemki kamu açıkları eklenince ( $fda_t = 0,05$ ) GSYH'daki borç stokunun oranı 0,575 oldu. Bu borç para basılarak azaltılabilirdi ama bu yapılmadı ( $s'_t = 0$ ).

**b-)** Reel faiz yüzde 4'e düşsün. Faiz dışı bütçe dengeye gelsin. Farklı büyüme hızları için (yüzde 0, yüzde 2 ve yüzde 6) borç oranlarını hesaplayalım. Borç oranları nasıl değişti? Neden?

**Cevap:**

- $r = 0,04$  ve faiz dışı bütçe dengedeyseniz, yani bütçe açık vermiyorsa ( $fda = 0$ )

– Soruda verilen büyüme hızları için denklemler

$$b_t^{0,00} = (1 + r - g_y)b_{t-1} + (fda_t - s'_t) = (1 + 0,04 - 0,00) \cdot 0,5 + (0 - 0) = 0,52$$

$$b_t^{0,02} = (1 + r - g_y)b_{t-1} + (fda_t - s'_t) = (1 + 0,04 - 0,02) \cdot 0,5 + (0 - 0) = 0,51$$

$$b_t^{0,06} = (1 + r - g_y)b_{t-1} + (fda_t - s'_t) = (1 + 0,04 - 0,06) \cdot 0,5 + (0 - 0) = 0,49$$

Ülkedeki büyüme hızı faizlerden azsa ( $g_y = 0,00 < r = 0,04$ ) borç stokunun oranı artıyor ( $b_t = 0,52 > b_{t-1} = 0,5$ ), büyüme hızı artınca ise bu oran gitgide düşüyor. Zira borç stoku GSYH'a üzerinden hesaplanıyor. Ülke ne kadar büyürse borcu yüzde anlamda o kadar küçülmüş oluyor.

**c-)** Şimdi büyüme hızı yüzde 2 olsun. Faiz dışı bütçe dengede. Farklı reel faiz oranları için ( $r = 0,01$ ,  $r = 0,02$ ,  $r = 0,04$ ) borç oranlarını hesaplayalım. Borç oranları nasıl değişti? Neden?

**Cevap:**

- $g_y = 0,02$  ve faiz dışı bütçe dengedeyseniz ( $fda = 0$ )

– Soruda verilen faiz oranları için denklemler

$$b_t^{0,01} = (1 + r - g_y)b_{t-1} + (fda_t - s'_t) = (1 + 0,01 - 0,02) \cdot 0,5 + (0 - 0) = 0,495$$

$$b_t^{0,02} = (1 + r - g_y)b_{t-1} + (fda_t - s'_t) = (1 + 0,02 - 0,02) \cdot 0,5 + (0 - 0) = 0,5$$

$$b_t^{0,04} = (1 + r - g_y)b_{t-1} + (fda_t - s'_t) = (1 + 0,04 - 0,02) \cdot 0,5 + (0 - 0) = 0,51$$

Yukarıdaki sorunun tersi bu soru. Eski borca ödenen faizler arttığında borcun GSYH'daki payı artıyor. Eğer faizler büyümeden az olsa ( $r = 0,01 < g_y = 0,02$ ) borç stoku azalacak bile ( $b_t = 0,495 < b_{t-1} = 0,5$ ). Faiz oranı büyüme oranına eşit olunca borç stoku aynı kalıyor, ama faiz seviyesi büyüme oranını geçince borcun GSYH'daki payı artıyor

**3-)** Senyoraaj gelirleri var. Borç dinamiği denklemi:  $b_t = (1 + r - g_y)b_{t-1} + (fda_t - s'_t)$ . Dış borçlanmanın olmadığı bu ekonomide bütçeye ilişkin şu büyüklükler veriliyor:  $P = 1$  (sabit);  $G_t = 500$ ;  $T_t = 400$ ;  $Y_t = 2000$ ;  $B_{t-1} = 1000$ ;  $Y_{t-1} = 2000$ ;  $r = 0,05$ ;  $\Delta NKİK_t = 200$ . Bu durumda bir önceki sorunun 'a' şıkkına verdiğiniz yanıt nasıl değişir? Böyle bir politika önerir misiniz?

**Cevap:**

- Senyoraaj geliri hariç soruda tüm verilenler 2. sorunun a şıkkında verilenlerle aynı. O yüzden:  $fda_t = 0,05$ ,  $b_{t-1} = 0,5$ ,  $g_{y,t} = 0$
- Senyoraaj geliri ise ( $\Delta NKİK$ : Merkez bankasından kullanılan kredi miktarındaki değişim)

$$s'_t = \frac{NKİK_t - NKİK_{t-1}}{P_t Y_t} = \frac{200}{2000} = 0,1 \quad (E6)$$

- Bunları soruda verilen denklemde kullanırsak

$$\begin{aligned} b_t &= (1 + r - g_y)b_{t-1} + (fda_t - s'_t) \\ &= (1 + 0,05 - 0) \cdot 0,5 + (0,05 - 0,1) \\ &= 0,475 \end{aligned} \quad (E4)$$

- Dolayısıyla borç oranı dünden bugüne %2.5 azaldı.

$$b_t - b_{t-1} = 0,475 - 0,5 = -0,025$$

- Böyle bir politika önerir miyim? Esasen kamu borç stokunun en önemli düzelticisi yine kamu tasarrufları ( $fdf$ ). Kamu bunu elde etmek için harcamalarını kısabilir ( $G \downarrow$ ), veya vergileri ( $T \uparrow$ ) artırabilir. Ama bunları bir şekilde yapmak istemiyorsa önermesemde para basmak zorunda harcamalarını finanse etmek için
- Peki bu ne ölçüde kötü?
- Bir önceki soruda reel büyüme ve senyoraaj geliri 0. Bu da demek ki enflasyon'da yüzde 0 düzeyinde . Şimdi ise para miktarında %10'luk bir artış var. Bununda ülkede reel büyüme olmadığı için %10 civarında bir enflasyon yaratacağımı düşünürsek ( $\pi = g_m - g_Y$ ), bu oran çok yüksek bir enflasyon seviyesi olmadığı için belki kabul edilebilir bulunabilir. Lakin bu yola birkez girildi mi, yani bu politika kalıcı olursa, eninde sonunda enflasyonu artıracaktır. Enflasyon belli bir eşiği aştıktan sonra ise, sekizinci bölümde anlatıldığı gibi para basarak senyoraaj gelirlerini artırmak mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla, böyle bir politika tavsiye edilemez.

4-) Metinde yer alan (2) numaralı denklem çerçevesinde bir hükümet borç dinamiğini etkileyen unsurlardan hangilerini kontrol edebilir? Tartışın.

**Cevap:**

- Aşağıdaki denkleme göre

$$b_t + b_t^{YP} = fda_t + \frac{(1 + r_{t-1})(1 + \pi_t^e)b_{t-1}}{(1 + \pi_t)(1 + g_{y,t})} + \frac{(1 + r_{t-1}^{YP})(1 + \pi_t^{e*})(1 + \varepsilon_t)b_{t-1}^{YP}}{(1 + \pi_t)(1 + g_{y,t})} - s'_t \quad (2)$$

- Borcun GSYH'ye oranını artıran unsurlar ( diğçerleri aynı kalmak üzere): Faiz dışı açığın artması, reel yurtiçi faizin yükselmesi, enflasyon bekleyişinin artması, enflasyonun düşmesi, reel GSYH büyümesinin azalması, reel yurtdışı faizin artması, beklenen yurtdışı enflasyonun yükselmesi, nominal döviz kurunun artması ve senyoraaj gelirlerinin azalması. Tersî yönde hareketler ise borç oranını düşürecektir.
- Bir hükümet yukarıdakiler arasından faiz dışı fazlayı kontrol edebilir. Zira, kendi bütçesine kendi karar veriyor. Mesela başlangıçta borç oranı yüksek olsun. Bu nedenle reel faizler yüksek. Hükümet faiz dışı fazlayı yeteri kadar yüksek tutarsa ve disiplinli maliye politikasını ileride de sürdüreceğine ekonomik birimleri ikna ederse, borcun artmayacağını ve bir süre sonrada düşeceği beklentisini yaygınlaştırır. Bu durumda ödememe riski ve dolayısıyla reel faiz de düşecektir. Ek olarak, hükümet, bu disiplin sayesinde enflasyon bekleyişlerini de düşürebilir. Bu gelişmeler borç oranını olumlu yönde etkiler. Yukarıda sayılan değişkenler arasında, ilk bakışta senyoraaj gelirlerini de kontrol edebileceği düşünilabilir. Ancak bir önceki soruya verilen yanıtta kısaca belirtildiği gibi, enflasyonun giderek artması nedeniyle bu kontrol kalıcı olmayacaktır.

5-) Kamu borcunun ve enflasyonun yüksek olduğu ülkelerin hazineleri çoğu zaman enflasyona endeksli tahvil satmak zorunda kalıyorlar. Neden? Metindeki denklemlerden uygun gördüklerinizi kullanarak açıklamaya çalışın

**Cevap:**

- Çünkü enflasyon devletin borcunu reel anlamda azaltıyor

$$\frac{B_{t-1}}{P_t} = \frac{B_{t-1}}{P_{t-1}} \frac{P_{t-1}}{P_t} = \frac{B_{t-1}}{P_{t-1}(1 + \pi_t)}$$

Bu da demek oluyor ki borcu verenin alacağı miktar reel anlamda azalıyor.

- Kitaptaki (E7) numaralı denklem de bunu anlatıyor zaten

$$\frac{B_{t-1}}{P_t Y_t} = \frac{B_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} \frac{P_{t-1} Y_{t-1}}{P_t Y_t} = b_{t-1} \frac{1}{(1 + \pi_t)(1 + g_y)} \quad (E7)$$

Devletin borcu enflasyon artıkaçça azalıyor, ülke büyüdüğçe ise bu borcun (enflasyon olmasa bile) yüzdesi azalıyor



- Ekonomik birimler bu nedenlerle, bu ülkenin hazinesinin tahvillerini satın almak için kendilerini beklemedikleri bir enflasyon artışına karşı korumak isterler. Bunun bir yolu da enflasyon endeksli tahvil satın almaktır. Dolayısıyla, bu tahvilleri talep ederler. Bu tür tahvil çıkarmazsa, bu ülkenin hazinesi ya finansman güçlüğüne düşecektir ya da ekonomik birimler enflasyon beklentilerini yükselteceği için daha yüksek faizle borçlanmak zorunda kalacaktır. Bu iki gelişme birlikte de yaşanabilir. Bütçe açığı yüksek olan, dolayısıyla bunu finanse etmek zorunda olan hükümet (hazine) de çaresiz enflasyona endeksli tahvil satmak zorunda kalır.

6-) Sevimsiz monetarist aritmetik ile mali baskınlık arasında bir ilişki var mı? Tartışın.

**Cevap:**

- Evet var. Sevimsiz monetarist aritmetik denklemi şu

$$b_{t-1} + \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right) \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right)^j f da_{t+j} = \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right) \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right)^j s'_{t+j} \quad (8)$$

- Bu denklem devletin borç stokunun GSYH'ya oranının ( $b_{t-1}$ ) ve kamunun gelecekte borçlanacağı miktarların ( $f da$ ), ancak bugünkü ve gelecekteki senyorej gelirleriyle ( $s'$ ), yani para basarak kapatılabileceğini söylüyor
- Kamu açıklarının para politikası (senyorej geliri ile) kapatılması konusu da mali baskınlık kavramının tanımı zaten. Yani önce mali harcamalarıma bakıyım, açığım olursa

$$\left(\frac{1}{1+r-g_y}\right) \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right)^j f da_{t+j} \geq 0$$

merkez bankası düzeltsin

- Esasen (8) numaralı denklem bir kısıt. Mali baskınlık varsa senyorej gelirleri kullanmaya mecbursun diyor. Bu da illa mali baskınlık var anlamına gelmez. Demek istediğim o denklemde faiz dışı açığın eksi işareti alacağımı düşüncüyle, yani faiz dışı açık değil fazla verilmişse, denklem 7 numaralı hali alıyor

$$b_{t-1} = \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right) \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right)^j f df_{t+j} + \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right) \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r-g_y}\right)^j s'_{t+j} \quad (7)$$

- Burada da parasal baskınlık var.
- Ama biz soruya cevabımızı, (8) numaralı denklemde faiz dışı açıktan bahsedildiğinden (bütçe dengesinin denklemin soluna yazıldığından) hareketle verdik

7-) Bir önceki dönemden bir borç stoku devir alınıyor. Bu dönem hem anaparasını ( $b_{t-1}$ ) hem de faizini ( $b_{t-1}r$ ) ödemek gerekiyor. Bu ödemeleri karşılamak için devletin bu dönem toplaması gereken vergiler şu denklemle veriliyor.  $T_t = (1 + r)b_{t-1} + a(\pi_t^e - \pi_t)$ ;  $a > 0$ . Bu dönem politika yapıcıya ne diyor? Bu sese kulak versin mi? Öneriniz ne olur? Neden?

**Cevap:**

- Bu denklem bize  $t - 1$ 'den gelen borç stokunun,  $((1 + r)b_{t-1})$ , ya beklenmedik enflasyon yaratılarak ( $\pi_t > \pi_t^e$ ), ya da toplanacak vergilerle ( $T_t$ ) bir dönemde bitireceğini gösteriyor
- Peki eğer topladığı tüm vergileri borç ödemesinde kullanacaksa devlet harcamalarını nasıl yapacak ( $G$ ) ?
- Ya borç alacak ya da bastığı parayla yarattığı senyorej gelirlerini kullanacaktır:  $P_t G_t = B_t + \Delta NKIK_t$
- Bu da bir sarmal. Topladığı vergilerle borç ödüyor (ve yarattığı enflasyonla borcu elinden geldiğince kuşa çeviriyor), sonra da harcamak için borç alıyor (ya da bastığı parayı kullanıyor)
- Yani ya enflasyon var, ya da sonsuza kadar giden bir borç, ya da her ikisi de. Dolayısıyla önermiyorum
- Bir de borcu alan (hazine) açısından enflasyonu artırmak 'iyi' bir şey gibi görünüyor: Ödeyeceği borcun reel değeri azalıyor: Daha az vergi toplayabilir. Oysa borcu verenin zararına. Nominal faizi belli tahvilin. Beklediğimin üzerinde bir enflasyon, gerçekleşen reel getirimin, arzu ettiğim düzeyin altına düşmesi demek. Bu çerçevede böyle bir uygulama tavsiye edilemez. Çünkü bir kez, hadi bilemediniz iki kez borç vereni böyle 'kandırabilirsiniz'. Ama daha sonra, borç veren enflasyon beklentisini yükseltecek ve daha yüksek nominal faiz talep edecektir. Sonuç: Bu sese kulak vermesin.