

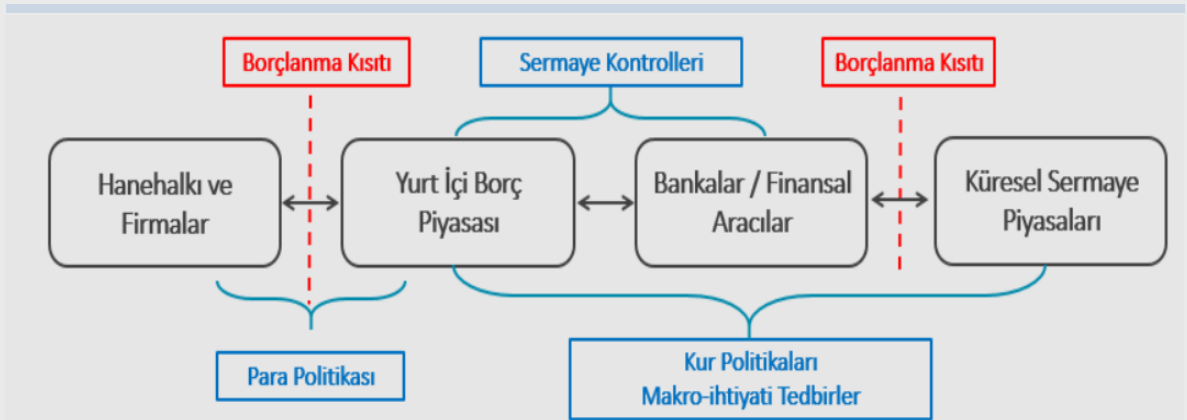
Kutu 1.2

Bütünleşik Politika Çerçevesi

Gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) dış ticaretin hâkim para biriminden fiyatlanması, varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, banka ve şirket bilançolarındaki vade ve para birimi uyumsuzluğu, dış finansman kısıtları ve enflasyon beklentilerinin kontrol altında olmayışı gibi sorunlar parasal aktarım mekanizmasının işleyişini ve politika ödünleşimlerini gelişmiş ekonomilerdekinden farklılaştırmaktadır. Bu sorunlar, GOÜ'lerin benzer şoklardan daha fazla etkilenmesine neden olmaktadır. Sermaye çıkışları ve yerel para biriminde görülen değer kaybı karşısında merkez bankaları, enflasyonu kontrol altına almak için güçlü bir faiz artışına gitmekle ekonomide sert bir yavaşlamayı kabullenmek arasında tercih yapmak durumunda kalabilmektedir. Döviz kurunun enflasyon ve reel ekonomiye aktarımını etkileyen söz konusu kısıtlar nedeniyle tek başına faiz politikası fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak için yeterli olmayabilmektedir. Böyle bir durumda en uygun (optimal) politika bileşimi sermaye akımları yönetimi, döviz kuru politikası ve makro-ihtiyati tedbirler gibi çoklu araç kullanımını gerektirebilmektedir. Bu nedenle GOÜ merkez bankaları ekonomiye gelen şoklara politika faizi dışındaki araçlarını da kullanarak tepki verebilmektedir. Örneğin, kur geçişkenliğinin ve yabancı para borçluluğunun yüksek olduğu ülkelerde merkez bankaları döviz kurundaki oynaklığa belirgin müdahalelerde bulunurken, söz konusu kırılganlıkların daha az olduğu ülkelerde müdahalelerin daha sınırlı yapıldığı görülebilmektedir (BIS, 2019; Basu ve diğerleri, 2020). Bu bağlamda, GOÜ'lerde her ekonomiye has özellikler dikkate alınarak politika hedeflerine ulaşmak için hangi araçların ne zaman, ne yönde ve ne ölçüde kullanılması gerektiğini belirleyen bir politika çerçevesine gereksinim duyulmaktadır. Söz konusu ihtiyacı karşılamak amacıyla IMF tarafından para politikası, sermaye akımlarına ilişkin önlemler, makro-ihtiyati tedbirler ve döviz kuru politikasını içeren bir Bütünleşik Politika Çerçevesi ülkelerin değerlendirmesine sunulmuştur (Basu ve diğerleri, 2020; Adrian ve diğerleri, 2020).

Bütünleşik politika çerçevesinde uygulanabilecek makro politikaların incelenmesi için Basu ve diğerleri (2020) modelinin farklı iktisadi birimler ve piyasalar aracılığıyla ekonomiye aktarımının hangi politika araçları kullanılarak çözümlenebileceği Şema 1'de gösterilmektedir.

Şema 1: Bütünleşik Politika Çerçevesi



Kaynak: Şemanın oluşturulmasında Basu ve diğerleri (2020) çalışmasından faydalanılmıştır.

Bütünleşik politika çerçevesinin incelendiği modelde para politikası, bankaların hanehalkı ve firmalara uyguladığı faizleri etkilemektedir. Model, hem yurt içi hem de yurt dışı borçlanma kısıtlarını içermektedir. Yerel finansal araçların dövizle borçlanarak yerel para cinsinden tahvil

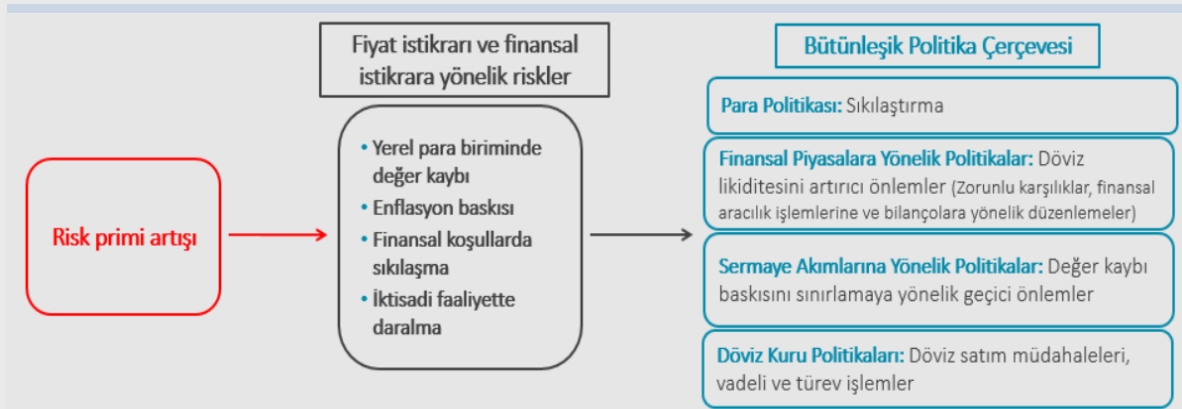
sağlaması bilançolarında para birimi uyumsuzluğuna sebep olmaktadır. Ayrıca finansal araçlar sınırlı bir sermayeye sahip olduklarından ve döviz kuru riskini tamamen ortadan kaldıracak şekilde yurt dışından borçlanma imkânlarına sahip olmadıklarından, borç verirken borcun geri ödenememe ihtimalini de risk primi üzerinden fiyatlamalarına yansıtılmaktadır. Modelde finansal araçların bilançolarında ortaya çıkan para birimi uyumsuzluğu riskini azaltmak için kullanılması öngörülen politika aracı, *sermaye girişleri üzerinden alınan vergilerdir*. Bu politika aracı, ekonomi herhangi bir şoka maruz kalmadan önce aşırı borçlanmayı önlemek ve para birimi uyumsuzluğu riskini en aza indirmek için kullanılabilir gibi, küresel finansal döngülere karşı sermaye hareketlerindeki oynaklığı azaltabilmek için de kullanılmaktadır.

Bütünleşik politika çerçevesinde döviz kuru politikası, merkez bankasının *döviz alım/satım işlemlerini* içermektedir. Ayrıca merkez bankası *zorunlu karşılık oranlarını* belirleyerek finansal araçların kredi verme ve borçlanma davranışını etkilemektedir. Bu yolla finansal araçların bilançolarını düzenleyerek dış borçlanma primlerini ve dolayısıyla döviz kurunu etkileyebilmektedir.

Bütünleşik politika çerçevesi yaklaşımında en uygun politika bileşimi, şokların ve her ülkenin kendine özgü kırılma noktalarının bir fonksiyonu olarak belirlenmektedir. Örneğin, her ülkenin başlangıç koşulları, finansman kısıtları, döviz piyasasının derinliği ve bilançolarındaki para birimi ve vade uyumsuzluğu gibi özellikler en uygun politikanın ülkelere göre farklılık göstermesine sebep olmaktadır.

Bu yaklaşımda hem faydalar hem de maliyetler içsel olduğundan bütün araçların aynı anda kullanılması uygun olmamaktadır, çünkü bir politika aracının kullanılması diğer araçların maliyet-fayda analizlerini etkilemektedir. Örneğin, sermaye kontrollerinin krizden önce kullanılıyor olması kriz esnasında uygulanacak para politikasının maliyet-fayda analizini etkilemektedir. Normal zamanda sermaye akımlarının kısıtlanması toplam talebi ve borçluluğu sınırlayarak ekonomide risk birikimi ve kırılma noktasını engelleyebilmekte ve bu durum, olumsuz bir dış şokun etkisini sınırlayarak para politikasının talebi canlandırma ihtiyacını azaltabilmektedir. Bundan ötürü, bütünleşik politika çerçevesini incelemek için kullanılan ekonomik modelde farklı politika araçları sunulmasına rağmen en uygun araç bileşimi her ülkenin kendine özgü koşullarına göre belirlenmektedir.

Şema 2: Risk Primi Şoku



Bütünleşik politika çerçevesinin işleyişini göstermek amacıyla yüksek döviz kuru geçişkenliğinin ve bilançolarda para birimi uyumsuzluğunun görüldüğü bir ülkede risk primindeki ani bir artışın neden olduğu riskler ile buna karşı uygulanan makro politika bileşimi Şema 2'de gösterilmektedir. Risk primi artışı ile yerli para biriminde görülecek değer kaybı döviz kuru geçişkenliğiyle enflasyon

baskısını artırmaktadır. Ülke risk primi ve kur oynaklığındaki yükseliş, bilançolarda para birimi uyumsuzluğunun görüldüğü durumda dış finansman ve bilanço kanalıyla yurt içi finansal koşulları sıkılaştırmaktadır. Bu da kredi hacminde daralmaya ve beraberinde iktisadi faaliyette bir yavaşlamaya sebep olmaktadır. Klasik modellerde olduğu gibi bütünleşik politika çerçevesi modeli de fiyat istikrarı üzerindeki riskleri sınırlamak için politika faizi artırımı önermektedir. Ancak klasik modellerden farklı olarak, bütünleşik politika çerçevesi modelinde para politikasının döviz kuru politikaları veya sermaye akımlarına yönelik önlemlerle desteklenmesi yerel para biriminde yaşanan değer kaybının daha sınırlı olmasına imkân sağlamakta ve politika ödünleşimlerini azaltmaktadır.

Şema 3: Küresel Risk İştahı Şoku



Küresel risk iştahında görülecek bir artışın neden olduğu riskler ile bütünleşik politika çerçevesinde uygulanacak makro politika bileşimi Şema 3'te gösterilmektedir. Risk iştahındaki bir artış dış finansman kısıtlarının gevşemesine ve bu nedenle yabancı para cinsinden borçluluğun artmasına, sermaye girişlerinin hızlanmasına ve yerel para biriminin değer kazanmasına neden olmaktadır. Bu durum, yurt içi finansman koşullarını da gevşeterek, örneğin tüketici kredilerinde belirgin bir büyümeye ve dolayısıyla iktisadi faaliyette hızlı bir artışa sebep olmaktadır. Ancak tüketici kredilerindeki ivme dış dengenin bozulmasına yol açarak döviz kurunda sert düzeltme ihtimalini ve finansal istikrara yönelik riskleri artırabilmektedir. Fiyat istikrarını da tehdit eden böyle bir senaryoda para politikasında sıkılaştırma ihtiyacı oluşmaktadır. Ancak risk iştahının güçlü olduğu bir dönemde sıkılaştırıcı para politikası yerel para biriminde ilave değerlenmeye yol açabileceğinden, finansal istikrara yönelik riskleri sınırlamak için borçlanmayı kısıtlayıcı makro-ihiyati önlemlerle (zorunlu karşılık artışı, bireysel kredilerde vade kısaltımı, kredi/değer veya kredi/gelir oranlarının düşürülmesi, vb.) desteklenmelidir. Döviz kuru politikaları çerçevesinde ise böyle dönemlerde merkez bankalarının döviz rezervi biriktirmesi önerilebilmektedir.

Koronavirüs salgını birçok ülkenin aynı anda birden fazla ekonomik şoka maruz kalmasına sebep olmuştur. Örneğin, son dönemde birçok GOÜ iç ve dış finansman koşullarını olumsuz etkileyen şoklara, risk primlerinde artışa ve küresel talepte daralmaya maruz kalmıştır. Böyle bir dönemde farklı politika araçlarının bir arada kullanılmasına ihtiyaç duyulmuştur. Bütünleşik politika çerçevesi kapsamında ortaya konulan makro model, araç seçiminin ülke karakteristiklerine göre tasarlanabildiği bir çerçeve sunmaktadır. Bu yeni çerçevenin birden çok politika aracını içeriyor olması, şoklara karşı hangi aracın ne zaman ve ne şekilde kullanılacağına dair politika iletişimini önemli hale getirmektedir.

Kaynakça

- Adrian T., C. Erceg, J. Linde, P. Zabczyk ve J. Zhou. 2020. A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/122.
- Basu Suman, E.Boz, G. Gopinath, F. Roch ve F.Unsal. 2020. A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/121.
- BIS. 2019. Reserve Management and FX Intervention. BIS Papers No.104.