

GELİŞEN PİYASA EKONOMİLERİNDE KONJONKTÜR KARŞITI PARA POLİTİKASI

COUNTER-CYCLICAL MONETARY POLICY IN EMERGING MARKET ECONOMIES

Can KARABIYIKⁱ
CoŐkun ILBANTⁱⁱ

Öz

Gelişmiş ülkeler genel olarak konjonktür karşıtı para politikasıyla ekonomi yavaşladığında gevşek, ekonomi hızlandığında ise sıkı para politikası uygulamaktadırlar. BÖylelikle iktisadi dalgalanmalardaki çöküŐ ya da patlama engellenmekte ve ekonomik istikrar sağlanmaktadır. Aksine, gelişen piyasa ekonomilerinde uygulanan para politikaları genellikle konjonktür yanlıŐ niteliktedir. Bir başka deyişle, gelişen piyasa ekonomilerinde uygulanan makro iktisadi tedbirler çoğunlukla iktisadi dalgaları güçlendirmektedir. Sonuç olarak parasal otoriteler, önemli bir strateji olan konjonktür karşıtı para politikasını uygulayamamakta ve ekonomik istikrarsızlık ile etkin bir Şekilde mücadele edememektedirler. Bu alıŐmada, Türkiye gibi gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde konjonktür karşıtı para politikasının uygulanmasını güçleştiren etmenlerin ortaya konulması ve bu konudaki çÖzüm önerilerinin sunulması amaçlanmaktadır. Çalışma sonucunda söz konusu etmenlerin üretimde, tüketimde ve finansmandaki dış bağımlılıktan kaynaklandığı ve etkisini döviz kuru üzerinden gösterdiği saptanmıŐtır.

Anahtar Kelimeler: Konjonktür Karşıtı Para Politikası, Para Politikasının Avantajları, Para Politikasının Limitleri, Gelişen Piyasa Ekonomileri, Ekonomik İstikrar.

JEL Sınıflaması:E12, E42, E63, E32

Abstract

Developed countries generally implement loose monetary policy when the economy slows down and tight monetary policy when the economy accelerates. Thus, the collapse or explosion of economic fluctuations is prevented and economic stability is achieved. On the contrary, monetary policies in emerging market economies are generally pro-cyclical. In other words, implemented macroeconomic measures in developing market economies often strengthen economic fluctuations, turning sunny days into scorching heat and rainy days into

Makale Gönderim Tarihi: 09.11.2019

Makale Kabul Tarihi: 16.12.2019

⁷ Bu alıŐma Manisa Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı'nda Doç. Dr. CoŐkun ILBANT danıŐmanlıĐında Can KARABIYIK tarafından "Türkiye'de Uluslararası İktisadi Dalgalanmaların Yayılma Etkisi ve Para Politikası Asimetrisi" ismiyle tamamlanarak 27.06.2019 tarihinde savunulan doktora tezinden türetilmiŐtir.

ⁱ Dr. ArŐ. Gör., Manisa Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, c_karabiyik@hotmail.com, ORCID: 0000-0002-7255-7946.

ⁱⁱ Doç. Dr., Manisa Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, coskun.cilbant@cbu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-7406-423X.

heavy torrential rains. Consequently, monetary authorities are unable to implement an important strategy, the counter-cyclical monetary policy, and cannot effectively fight economic instability. In this study it is aimed to reveal the factors that make it difficult to implement counter-cyclical monetary policies in emerging market economies such as Turkey and to suggest solutions on this subject. As a result of the study, it is determined that these factors stem from external dependency in production, consumption and financing and show their effect through exchange rate.

Keywords: Counter-Cyclical Monetary Policy, Advantages of Monetary Policy, Limitations of Monetary Policy, Emerging Market Economies, Economic Stability.

JEL Classification: E12, E42, E63, E32.

1. GİRİŞ

Pek çok iktisatçı, çıktının uzun dönemde sabit olduğu ve para politikası değişikliklerinin sadece fiyatlar üzerinde etki yaratabileceği konusunda hemfikirdir. Ancak kısa dönemde, fiyatların ve ücretlerin hızlıca uyarlanamamasından dolayı, para politikası reel etkiler oluşturabilmektedir. Bu nedenle, genellikle merkez bankaları tarafından yürütülen para politikaları, enflasyon ve büyüme için önemli bir araç niteliğindedir. Örneğin, ekonominin daralma döneminde tüketiciler harcamalarını azaltmakta, üretim düşmekte, kapasite artırımları ve yatırım projeleri ise askıya alınmaktadır. Özetle, toplam talep düşmektedir. Bu noktada politika yapıcılar, ekonominin gittiği yönün tersine ilerlemesine yardımcı olacak politikalar geliştirerek tepki vermektedirler. Konjonktür karşıtı politikalar olarak adlandırılan bu müdahalenin en önemli enstrümanlarından birisi de para politikasıdır.

İktisadi dalgalanmalar ve para politikası kavramları, uzun zamandır iktisatçılar arasındaki teorik ve politik tartışmaların merkezinde yer almıştır. Bu durum, para politikasının etkin bir şekilde yürütülmesi için iktisadi döngülerin ortaya çıkardığı sorunların karmaşıklığını yansıtmaktadır. Tüm zamanlar boyunca geçerliliğini koruyabilecek, evrensel bir iktisadi politika formülü bulunamamıştır. Bunun bir nedeni, iktisadi dalgalanmaların büyüklüğünü ve süresini belirleyen faktörler ve süreçler hakkındaki kusurlu bilgimizdir. Bir diğer sebep ise, para politikasının ekonomik faaliyet üzerindeki etkisinin gecikme ile ortaya çıkmasıdır (Papademos, 2003). Parasal eylemler, ekonomik koşulları ancak uzun ve değişken bir gecikmeden sonra etkileyebilmektedir (Friedman, 1961, s. 447). Uzun gözlemler sonucu elde edilen tecrübeler göstermektedir ki, para politikasının doğrudan etkileri üç ila altı aylık bir dönem sonrasında ortaya çıkmaktadır (Friedman, 1961, s. 466). Bununla birlikte, artık, para politikasının bir kurala bağlı olarak yürütülüp yürütülmemesi hakkındaki tartışmalar son bulmuştur. Para politikasının, ekonominin mevcut durumu ve gerçekleşmesi muhtemel olan durumlar hakkında elde edilen tüm bilgilerin bir fonksiyonu olan bir kurala bağlı olarak uygulanması gerekliliği, yaygın kabul görmektedir (Sargent ve Wallace, 1976, s. 169).

Bu noktada, ülkenin iktisadi durumunun, takip eden dönemlerde ne şekilde olacağını tahmin edilmesi ve hatta mevcut durumunun ne olduğunu iyi bir şekilde anlaşılabilmesi, teşhis ve uygulama gecikmelerinin önüne geçilebilmesi ve etkin döngüsel politikalar geliştirilebilmesi açısından büyük önem kazanmaktadır. Bu bağlamda iktisadi dalgalanmaların tarihsel döngülerinin ve iki döngü arasında geçen sürenin saptanması gerekmektedir (Özkan ve Erden, 2007). Ancak ekonomik sistemin tabiatı gereğince bu koşulların belirlenebilmesi ve tahmin

edilebilmesi, iktisatçıların farklı dünya görüşlerine sahip olmaları ve ülkeleri yansıtan verilerin her zaman mevcut olmaması gibi gerekçelerle zor bir hal almaktadır.

İktisadi dalgalanmaların öngörülebilmesi için, istatistiksel yöntemler kullanılabileceği gibi, öncü göstergeler de kullanılabilir. Dönüm noktaları, ekonomik değişkenlerin dönüm noktalarından (dip-zirve) daha önce olan öncü iktisadi değişkenler, öncü göstergeler¹ olarak adlandırılmaktadır (Ünsal, 2017, s. 18). Finansal göstergeler de bu amaçla kullanılabilir. Son yıllarda, finans sektöründeki gelişmeler, geniş bir ülke yelpazesinde makroekonomik sonuçların şekillendirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Finansal gelişmeler, temel ekonomik döngülerin ivmesini güçlendirmekte ve bazı durumlarda ekonomik faaliyetlerde aşırı dalgalanmalara neden olarak, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasındaki bağlantıların bozulmasına neden olabilmektedir. Bu deneyimler, finansal sistemin konjonktür yanlısı olduğu ve reel ekonomideki dalgalanmaları güçlendirdiğine dair tartışmalara neden olmuştur. Bu kaygılar, hem finansal sistemi geliştirmek hem de makroekonomik istikrarı artırmak amacıyla makro ihtiyati düzenlemelerde, muhasebe standartlarında, risk ölçüm uygulamalarında ve para politikasının yürütülmesinde değişiklikler yapılmasını gerektirmiştir (Borio, Furfine, ve Craig, 2001, s. 1).

Bu bağlamda, iktisadi koşulların ön görülmesi ile müreffeh bir toplum oluşturma amacını güden iktisat politikasının, daha hızlı netice verme özelliğine sahip olan para politikası kolu, daha etkin bir şekilde uygulanabilecektir. Politika yapımcılar, iktisadi dalgalanmaların istikrarsızlığı göz önüne alındığında, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için hızlı genişleme dönemlerinde ekonomiyi yavaşlatmaya, durgunluk dönemlerinde ise ekonomiyi hızlandırmaya çabalamaktadırlar. Bir başka deyişle iktisadi dalgalanmaların çöküşe ya da patlamaya gitmeden yumuşatılmasıyla ekonomik istikrar sağlanmaktadır. Ancak gelişen piyasa ekonomilerinde uygulanan makro iktisadi tedbirler iktisadi dalgaları yumuşatmamakta aksine güçlendirerek, güneşli günleri kavurucu sıcağa, yağmurlu günleri ise şiddetli sağanak yağışlara dönüştürmektedir. Parasal otoriteler, bu sürecin sonunda önemli bir strateji olan konjonktür karşıtı para politikasını uygulayamamakta ve ekonomik istikrarsızlık ile etkin bir şekilde mücadele edememektedirler. Ancak gelişen piyasa ekonomilerinde, konjonktür karşıtı para politikasının terkedilerek, konjonktür yanlısı para politikasının uygulanması bir tercihten ziyade bir zorunluluk halindedir.

Bu çalışma ile özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde, ekonomik istikrara katkı sağlayabilen konjonktür karşıtı para politikasının terk edilerek, konjonktür yanlısı politikaların uygulanmasına neden olan faktörlerin ortaya konulması ve bu faktörlerin elimine edilmesine yardımcı olabilecek politikaların belirlenmesi amaçlanmaktadır. Bu çalışma kapsamında konjonktür karşıtı iktisat politikasının, para politikası özelinde ele alınmasının altında yatan sebepler çalışmanın 2. bölümü olan “Para Politikasının Avantajları ve Limitleri” kısmında açıklanmaktadır. Çalışmanın izleyen bölümlerinde sırasıyla; “Konjonktür Karşıtı Politikaların Uygulanmasını Güçleştiren Etmenler”, “Optimal Konjonktür Karşıtı Para Politikası İçin Gerekli Koşullar” ve son olarak sonuç ve önerilere yer verilecektir.

¹ Elektrik üretim miktarı, ara malları ithalatı, hazine ihalesi faiz haddi, yeni sipariş beklentisi, ihracat beklentisi, istihdam beklentisi vb.

2. PARA POLİTİKASININ AVANTAJLARI VE SINIRLARI

İktisat politikasının iki enstrümanından birisi olan maliye politikasının, makro iktisadi istikrarın sağlanması ve gelirin yeniden dağıtılması gibi hedefler üzerinde önemli rol oynadığı gerek iktisatçılar gerekse politikacılar tarafından kabul edilmektedir. (Ricci-Risquete, Ramajo, ve De Castro, 2016, s. 597). Maliye politikası gerekli olduğu durumlarda iktisadi faaliyeti, vergiler vasıtasıyla piyasayı yavaşlatarak ve otoyol yapımı gibi kamu harcamalarıyla piyasayı canlandırarak etkileyebilmektedir (De Long vd., 1988, s. 482). Öte yandan, iktisat politikasının bir diğer enstrümanı olan ve merkez bankalarının uygulayabildiği para politikası, iktisatçıların ve politikacıların iktisadi durgunluğa karşı uyguladığı ilk tedbirler olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü merkez bankalarının para politikalarını uygulama süreleri, hükümetin maliye politikasını belirleyip yürürlüğe sokabileceği zaman aralığından daha kısa olabilmektedir. Ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik maliye politikalarının uygulanması aylar sürebilirken, para politikası değişiklikleri politika kararının verildiği gün içerisinde bile uygulanabilmektedir (Welch ve Welch, 2009, s. 249). Örneğin, bir mali teşvikin mecliste tartışılarak yasalaştırılması ve daha sonra yürürlüğe konulması uzun bürokratik süreçler nedeniyle zaman aldığı gibi, arttırılan kamu harcaması, vergi indirim vb. şeklinde uygulanan genişletici maliye politikalarının tüketici gelirine yansiyarak ekonomiyi canlandırması da geniş bir zaman dilimi gerektirmektedir. Bu koşullar altında hane halkı geliri veya iş çevreleri üzerindeki maliye politikası hedeflerinin gerçekleşmesi için çok geç kalınmış olabilmektedir. Diğer taraftan, merkez bankaları faiz aracını kullanarak tüketim, yatırım, kredi hacmi ve sermayenin maliyeti gibi önemli makro iktisadi değişkenleri hızlı bir şekilde etkileyerek, daha hızlı sonuç alınmasına olanak sağlamaktadır. Merkez bankaları sahip oldukları eşsiz ve bağımsız yapıları sayesinde, iktisadi olumsuzluklara hızlı ve kararlı bir şekilde tepki verebilmekte, uyguladığı politikaların cari dönemde olumsuz etkilerinin ortaya çıkacak olması durumunda bile, bu olumsuzlukları gelecek yıllarda ülkeye fayda sağlayacak avantajlara dönüştürerek uzun vadeli planlama yapabilmektedirler (Bartels, 1985, s. 41). Para politikası; vergi değişimi ve kamu harcaması politikaları için gerekli olan uzun, zorlu ve tahmin edilmesi güç yasama süreçlerine tabi olmadığı için hızlı, hesaplı ve esnek bir şekilde uygulanabilmektedir (Bartels, 1985, s. 36). Bu bağlamda, mali eylemlerin iktisadi iyileşmeye olan katkısının oldukça kısıtlı kaldığı ve sadece para politikasının durgunlukları sona erdirmek için yeterince güçlü ve esnek bir araç olduğu iddia edilmektedir (Romer ve Romer, 1994, s. 55). Maliye politikası gibi para politikasının da ekonomi üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkabilmektedir. Ancak bu gecikme, genellikle maliye politikasında olduğu gibi bürokratik süreçlerin uzun olması veya politik kararların çatışması gibi sebeplerden ziyade, teşhis gecikmesi ve uygulama gecikmesi olarak adlandırılan zincirleme süreçten kaynaklanmaktadır.

Para politikası uygulamalarının bir başka avantajı ise izlenmesinin kolaylığıdır. Merkez bankasının hedefine uygun davranıp davranmadığı konusundaki bilginin hemen hazır bulunmasından (parasal toplamlar için reel rakamlar tipik olarak birkaç hafta içinde bildirilmektedir) dolayı, para politikasının etkilerinin takip edilmesi kolaydır. Böylece hedeflenen ve gerçekleşen para toplamları arasındaki karşılaştırmalar, para politikasının durumu ve enflasyonu kontrol altına alacak olan otoritelerin tutumu hakkında kamuoyuna ve

piyasalara zamanında ve periyodik sinyaller göndererek, enflasyon beklentilerinin pekiştirilmesine ve az enflasyon üretilmesine yardım edebilmektedir. (Mishkin, 2014, s. 306). Uygulanacak olan iktisat politikasının seçilmiş politikacılar tarafından mı yoksa bağımsız bürokratlar tarafından mı belirleneceği sorusu, para politikası ve maliye politikası karşılaştırmasının bir başka boyutunu oluşturmaktadır. Bürokratlar, yeteneğin çabadan daha önemli olduğu teknik görevler için ya da politika yapıcının gerekli yeteneklere sahip olup olmadığı konusunda büyük bir belirsizlik varsa tercih edilmektedir (Alesina ve Tabellini, 2007, s. 169). Ekonomik istikrar politikalarının içerisinde barındırdığı teknik hususlar göz önüne alındığında, bağımsız bürokratların geliştireceği politikaların daha etkin olabileceği iddia edilebilir. Bu iddiayı destekleyebilecek olan bir başka husus ise, gerçekleştirilecek olan uygulamaların siyasi boyutudur. Örneğin, siyasetçiler oy kaybetmekten korktukları için kemer sıkma politikaları uygulamaktan kaçınırlar. Bununla birlikte hükümetler, seçim dönemlerinde kamu harcamalarını arttırarak halkın sempatisini kazanmaya çalışabilmektedirler (Eğilmez ve Kumcu, 2008, s. 330). Öte yandan para politikası siyasetten büyük oranda arındırılmıştır. Merkez bankası yöneticileri, her ne kadar hükümetler tarafından atanıyor olsalar da, meclis üyeleri kadar siyasi baskı altında değildirler. Bu, kısmen merkez bankası yöneticilerinin belirli bir süre için atanmaları ve yeniden seçilebilmek için kampanya yürütmemeleri gerçeğinden kaynaklanmaktadır. Merkez bankaları kararlarını siyasi değil iktisadi gerekçelerle almaktadırlar (Welch ve Welch, 2009, s. 249).

Friedman (1968)'e göre parasal sistem sadece bir mekanizmadır, ancak olağanüstü derecede verimli bir mekanizmadır. Para olmadan, geçtiğimiz iki asırda başarılı olan üretim ve yaşam standardı artışları gerçekleştirilemezdi ya da bu performansı yakalayabilmek için çok daha büyük maliyetlere katlanmak gerekirdi. Öte yandan bu ilerleme, diğer fevkalade mekanizmaların iktisadi sisteme yaptığı katkılar olmaksızın da sağlanamazdı. Ancak paranın, diğer mekanizmalardan bir farkı mevcuttur. Para, ekonominin her yanına nüfuz eden yapısı sebebiyle hizmet dışı kaldığında, diğer mekanizmaların işleyişine de çomak sokmaktadır. Bu nedenle iktisadi istikrar için iyi bir para politikası gerekli koşuldur. Bir başka deyişle, “Para politikası, iktisadi istikrar için ne yapabilir?” sorusundan çıkarılabilecek en önemli ders, para politikasının, paranın kendisini ekonomik istikrarsızlık kaynağı olmaktan koruyabilme özelliğinin olmasıdır (Friedman, 1968, s. 12).

Para politikası, bünyesinde bir takım avantajları barındırmaktadır ancak iktisat politikası için sihirli değnek niteliğinde de değildir. Bir başka deyişle, para politikasının limitleri de vardır. Özellikle de genişletici para politikasının limitleri, “Likidite Tuzağı” kavramının yaratıcısı olan Keynes'den bu yana bilinmektedir (Florio, 2004, s. 409). Likidite tuzağı kavramı, faiz oranlarının iktisadi koşulların düzeltilebilmesi amacıyla daha fazla düşürülemeyeceği düzeyi ifade etmektedir. Büyük Buhranla beraber, para politikasının ekonomiyi düzeltmedeki etkinliği sorgulanmaya başlamıştır. Çünkü söz konusu dönemlerde uygulanan para politikaları etkin sonuç verememiştir (Morgan, 1993, s. 22). Bu ise para politikasının asimetric etkilerinin varlığına dair tartışmalara yol açarak, “İpi Çekme” benzetmesinin yapılmasına neden olmuştur. İpi çekme benzetmesi, para politikasının sınırları ve merkez bankasının yetersizliğini ifade etmektedir. İpi çekme benzetmesini Barnichon, Matthes, ve Sablik (2017) bir benzetme yardımıyla açıklamıştır: “Bir ucunda para politikası diğer ucunda ise ekonomi olan bir ip olduğunu varsayalım. Ekonomi enflasyonist bir sürece girdiğinde, ekonomiyi soğutmak amacıyla daraltıcı para politikası uygulamak, fiyat istikrarını sağlamak için

ekonominin bağı olduğu ipin para politikası tarafından çekilmesine benzemektedir ve işe yarar bir politikadır. Öte yandan yavaşlamakta olan bir ekonomiyi canlandırmak için genişletici para politikası uygulamak ise ipi itmeye benzer ve çok etkili değildir". Buna göre para politikasının etkileri simetrik değildir ve bazı zamanlarda tek yönlü çalışmaktadır. İp benzetmesi, para politikasına ilişkin tartışmanın kalıcı bir özelliğidir: borçlanma maliyetlerinin artırılması, bir genişlemeyi güvenilir bir şekilde yavaşlatabilir, ancak ucuz sermayenin iktisadi faaliyeti hızlandırabileceği kesin olmamaktadır (Angrist, Jordà, ve Kuersteiner, 2013, s. 2). Bunun nedeni ise, para politikasının etkilerinin bir bakıma, toplumsal yapı ve güven ile alakalı olmasıdır. Genişletici para politikası sermayenin maliyetini azaltmaktadır ancak, işletmelerin ve hane halklarının istemedikleri takdirde harcama yapmaya zorlanmaları mümkün değildir. Merkez bankaları ekonomik aktiviteyi canlandırmak amacıyla para rezervlerini arttırabilirler ancak, toplam harcamanın artması için birileri ödünç almaya, bankalar da ödünç vermeye istekli olmalıdırlar (Welch ve Welch, 2009, s. 249).

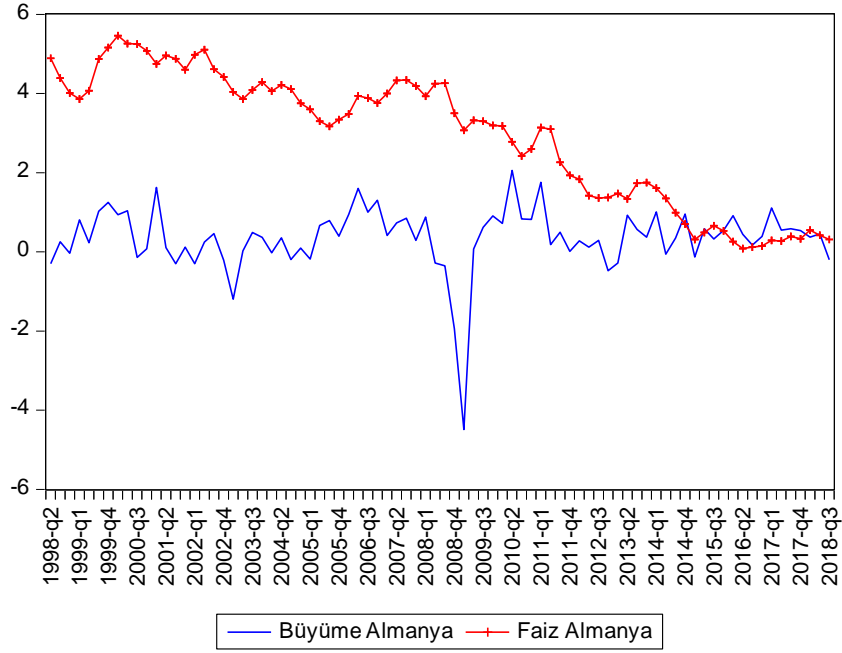
Friedman (1968)'e göre, para politikasının iki limiti tartışmaya değerdir: (1) para politikası, faiz oranlarını oldukça sınırlı bir dönemden daha uzun bir süre boyunca sabit tutamaz; (2) para politikası, işsizliği oldukça sınırlı bir dönemden daha uzun bir süre boyunca sabit tutamaz. Para politikasının faiz oranlarını sabit tutataması şu örnek ile açıklanmaktadır: Para miktarında artışa gidilmesi, faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturacaktır. Ancak bu, sürecin sadece başlangıcıdır. Parasal büyüme hızındaki artış, toplam harcamayı düşük faiz oranları ile yatırım ve diğer harcamalar üzerinden arttıracaktır. Bir kişinin harcamasının iktisadi döngü gereği bir başkasının geliri olduğu düşünüldüğünde, harcamalar ile birlikte artan gelir, likidite tercihini etkileyerek kredi talebini arttıracaktır. Kredi talebindeki artış ise, fiyatları arttırarak reel para arzını azaltacaktır. Bu etkiler birleşerek, faiz oranlarındaki ilk aşağı yönlü baskıyı, bir yıldan kısa bir süre içinde, tersine çevirecektir. Dahası, parasal büyüme oranının yükselmesiyle ortaya çıkan enflasyon, halkın fiyat artışı beklentisine neden olur. Sonuç olarak Irving Fisher'ın yıllar önce işaret ettiği üzere, borç verenler artan enflasyon nedeniyle daha yüksek faiz talep edeceklerdir. Para politikasının işsizlik oranını sabit tutataması ise şöyle açıklanmaktadır: Parasal büyüme istihdamı teşvik etme, parasal sıkılaştırma ise, istihdamı geriletme eğilimindedir. O halde merkez bankaları niçin bir işsizlik oranı hedefi belirleyerek, işsizliğin o oranın üstüne çıkması durumunda genişletici, işsizliğin o oranın altına inmesi durumunda ise daraltıcı para politikası uygulamamaktadırlar? Parasal otoritenin işsizlik oranını doğal işsizlik oranının altında bir düzeyde sabit tutmaya çalıştığını varsayalım. Hedef işsizlik oranının yüzde 3 ve doğal işsizlik oranının yüzde 3'ten daha yüksek olduğunu varsayalım. Ayrıca, fiyatların istikrarlı olduğu ve işsizliğin yüzde 3'ün üzerinde olduğu bir dönemde başlayacağımızı varsayalım. Bu durumda, merkez bankası, parasal büyüme oranını arttıracaktır. Para arzı para talebini aşacağından, insanlar tutmak istediklerinden daha fazla nakit tutuyor olacaklardır ve sonuç olarak faiz oranları düşecektir. Bu ise, harcamaların ve gelirin artmasına yol açacaktır. Başlangıç aşamasında nominal gelirde meydana gelen artış, çoğunlukla fiyatlar genel seviyesindeki artıştan daha ziyade çıktı ve istihdamdaki artış nedeniyle meydana gelecektir. Bekleyişler fiyat istikrarının korunacağı yönünde olacaktır ve fiyatlar ile ücretler bu doğrultuda belirlenecektir. İnsanların yeni talep koşullarına uyum sağlaması zaman alacaktır. Üreticiler toplam talepteki genişlemeye çıktıyı arttırarak, işçiler daha uzun saatler çalışarak, işsizler ise geçerli ücret düzeyinden emek arz ederek tepki verme eğiliminde olacaklardır. Fakat bunlar sadece başlangıçtaki etkilerdir.

Ürünlerin satış fiyatları nominal talepteki beklenmedik bir artışa genellikle üretim faktörlerinin fiyatlarından daha hızlı yanıt verdiğiinden, fiyatlar genel seviyesi artacaktır. Çalışanlar önceki fiyat seviyesinde sunulan ücretleri değerlendirdikleri için reel ücretlerinin arttığını düşünmektedirler ancak reel ücretler düşmüştür. Reel ücretlerdeki düşüş, bir süre sonra beklentileri de etkileyerek işgücünün artan fiyatlar karşısında daha yüksek nominal ücret talep etmelerine neden olacaktır. İşsizlik oranı, doğal işsizlik oranının altında olduğu için emek talebi fazlası oluşacaktır ve bu nedenle reel ücretler ve işsizlik kendi içsel düzeylerine yükselme eğiliminde olacaktır. Özetle, faiz oranlarının ve işsizliğin, para politikası tarafından sabit tutulamayacağı gerçeği aynı nedene dayanmaktadır. Para politikaları sonucu ortaya çıkan etkiler gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadırlar ve bu etkiler zamanla kaybolmaktadır.

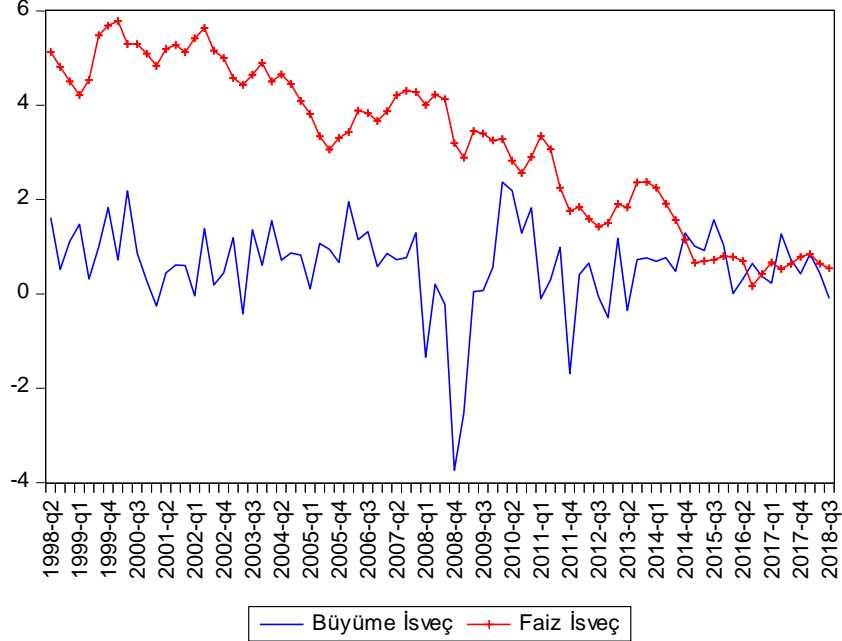
3. KONJONKTÜR KARŞITI POLİTİKALARIN UYGULANMASINI GÜÇLEŞTİREN ETMENLER

Parasal otoriteler, bir değişkeni hedef olarak belirlediklerinde, bu hedefe ulaşmalarına yardımcı olacak bir strateji de seçmek durumundadırlar. Pek çok iktisatçı, kısa dönem faiz oranlarının belirlenmesi sürecinde Taylor Kuralı'nın² uygulanması gerektiğini savunmaktadır. Bu kurala göre, örneğin, enflasyon oranı ya da çıktı hedeflenen oranın üzerine çıktığında, parasal otorite faiz oranını arttıracak, aksi durumda ise faiz oranını düşürecektir. Rüzgâra karşı durmak olarak nitelendirilebilecek olan bu politika ile, çıktı ve enflasyon istikrarı mümkün mertebe sağlanmış olacaktır (Ball, 2002, s. 52). Günümüz sanayileşmiş ekonomileri Taylor Kuralı'na uygun olarak konjonktür karşıtı para politikası uygulamaktadırlar. Bir başka deyişle ekonomik büyüme değerleri ile politika faizi aynı yönde değişmektedir. Bu ilişkinin gözlemlenebilmesi açısından faiz-büyüme ilişkisi çok sayıda sanayileşmiş ülke için incelenmiştir ve bu çalışma kapsamında tamamının verilmesi imkansız olduğundan örnek olarak Alman ve İsveç ekonomileri seçilmiştir (bkz: Şekil 1 ve Şekil 2).

² Taylor Kuralı, nominal faiz oranının gerçekleşen ve hedeflenen enflasyon ile gerçekleşen ve hedeflenen toplam üretim arasındaki sapmalara bağlı olarak değiştirilmesi gerektiğini ifade etmektedir.

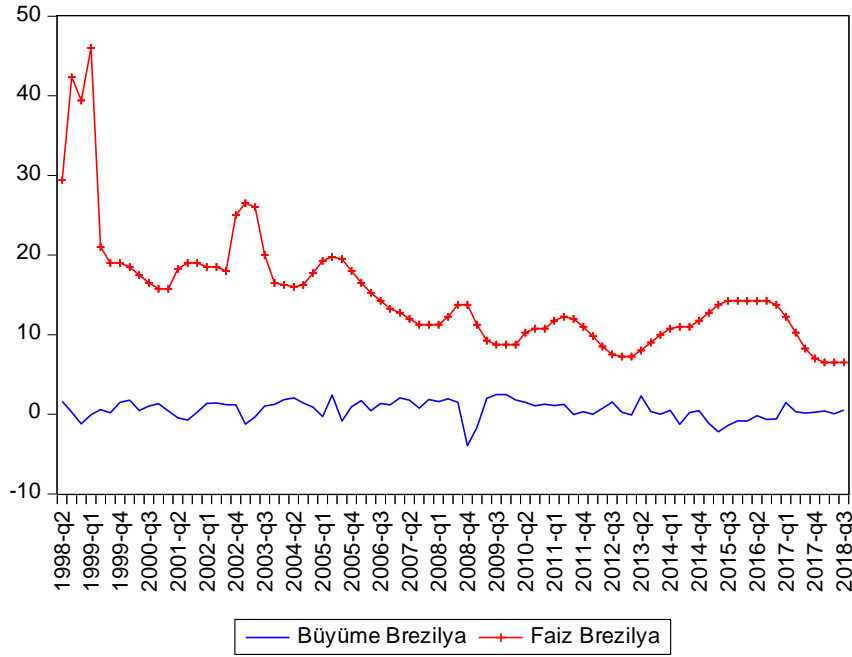


Şekil 1: Almanya Ekonomisinde Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranlarının Genel Görünümü. (Veri Kaynağı: OECD)



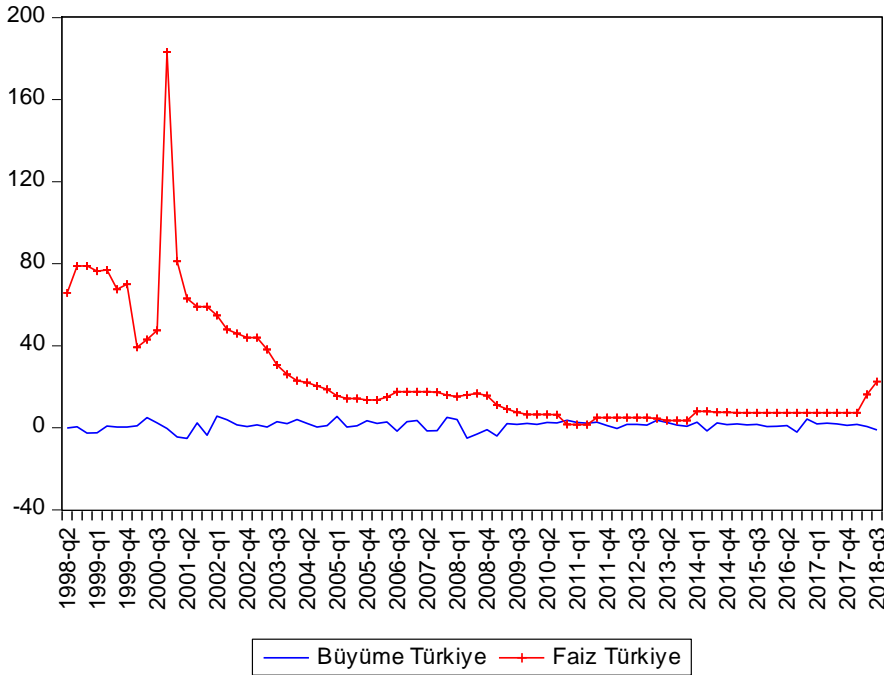
Şekil 2: İsveç Ekonomisinde Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranlarının Genel Görünümü. (Veri Kaynağı: OECD)

Öte yandan, yükselen piyasa ekonomilerinin konjonktür karşıtı iktisat politikalarını uygulamakta yetersiz oldukları ve hatta konjonktür yanlısı politikalar uyguladıkları sıklıkla iddia edilmektedir. İncelenmiş çok sayıda gelişen piyasa ekonomisi arasından örnek olarak seçilmiş olan Türkiye ve Brezilya'da politika faizi ile ekonomik büyümenin genel görünümünü gösteren Şekil 3 ve Şekil 4 incelendiğinde, bu ekonomilerin daraldığı dönemlerde faiz artırımına gidildiği açıkça görülmektedir. Bunun altında yatan sebep ise yükselen piyasa ekonomilerinin ekonomik istikrar politikalarını uygulamakta çeşitli nedenlerle başarısız olmalarıdır (Calderón, Duncan, ve Schmidt-Hebbel, 2003, s. 1).



Şekil 3: Brezilya Ekonomisinde Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranlarının Genel Görünümü. (Veri Kaynağı: OECD)

Yükselen piyasa ekonomilerinin, konjonktür yanlısı iktisat politikası tuzağına düşmelerinin en temel sebeplerinden birisi, bu ekonomilerin yeterli finansal derinliğe ulaşamaması ya da uluslararası kredi piyasasına erişiminin yetersiz olmasıdır (Gavin ve Perotti, 1997, s. 55–56). Ekonomik işleyişin kötü olduğu daralma dönemlerinde artan finansman ihtiyacı, uluslararası kredi piyasalarına erişilememesi veya yeterli finansal derinliğe sahip olunamaması nedeniyle merkez bankalarının daraltıcı politikalar uygulayarak sermayeyi cezbetmeye çabalamalarına neden olabilmektedir.



Şekil 4: Türkiye Ekonomisinde Ekonomik Büyüme ve Faiz Oranlarının Genel Görünümü. (Veri Kaynağı: OECD)

Alternatif olarak hükümetler, kamunun sahip olduğu işletmeleri finanse etmek veya bütçe açığını desteklemek için merkez bankası kredisine bağlı olmak zorunda kalabilirler. Bu mali

bağımlılık, merkez bankasının bağımsız para politikası uygulamasını güçleştirmektedir. Mali baskınlığın varlığında, para politikası genellikle, genişletici bir maliye politikasının gerekliliklerine ayak uydurmak durumundadır. Öte yandan ekonominin daralma döneminde, uluslararası kredi piyasalarına sınırlı erişimi olan bir hükümet, kamu harcamalarının önemli bir kısmını finanse etmek için iç ve dış kredi arzını arttırmak amacıyla, faiz oranlarını yükseltici baskı yaparak parasal otoriteyi konjonktür yanlısı para politikası yürütmeye zorlayabilmektedir (Sargent ve Wallace, 1981, s. 1–2).

Devereux ve Lane (2003) üretimde kullanılan ithal ara mallarının stratejik önem taşımasının yaratacağı sorunların altını çizmiştir. Bu durumda, yerel paranın değer kaybetmesi yatırımın maliyetini doğrudan arttırarak çıktının azalmasına neden olacaktır. Buna ilave olarak, finansmanın yabancı para cinsinden borçlanma yoluyla sağlanması durumunda, yerli paranın değerinde meydana gelebilecek sert düşüş, yabancı para cinsinden borçlanmış olan firmaların borç yükünü arttırarak firmaları iflasa sürükleyebilecektir. Bu koşullar ekonominin daralma dönemine girdiğini işaret etmektedir ve merkez bankasının döviz üzerindeki yukarı yönlü baskıyı azaltmak için konjonktür yanlısı daraltıcı para politikası uygulamasına neden olmaktadır.

Esnek döviz kuru rejiminin dış ekonomilerden gelen şokların etkilerini yumuşatma becerisi, konjonktür karşıtı para politikasının etkin bir şekilde yönetilme kapasitesine bağlıdır. Aktif bir şekilde konjonktür karşıtı politika uygulayan bir merkez bankası yönetimi, döviz piyasasında sterilizasyon uygulayarak döviz kurunu dengeleyebilecektir. Ancak bu seçenekle ilgili temel sorun, sterilizasyon sonucu yükselen (düşen) faiz oranları, döviz kurları üzerinde ilave baskılar oluşturan kısa vadeli sermaye girişlerini (çıkışlarını) tetikleyerek politika hedeflerini kısmen sekteye uğratabilmektedir (Ocampo, 2002, s. 13).

4. OPTİMAL KONJONKTÜR KARŞITI PARA POLİTİKASI İÇİN GEREKLİ KOŞULLAR

Konjonktür karşıtı para politikasının kullanımının uygunluğunu değerlendirmek için, optimal bir konjonktür karşıtı para politikasının kullanımına izin veren koşulların nasıl oluşturulduğunun anlaşılması önemlidir (Bank of Zambia, 2013, s. 4). Bu amaçla literatür araştırılarak, başarılı bir döngüsel politikanın geliştirilmesine olanak sağlayan koşullar belirlenmiş ve izleyen paragraflarda açıklanmıştır.

Öncelikle iktisat politikalarının, politik kurumlar tarafından şekillendirilmesi, kurumsal altyapının politika geliştirilmesi sürecinde önemli rol oynamasına sebep olmaktadır. İktisat literatürü, düşük kredibiliteye sahip zayıf kurumların, kamuoyuna ilan ettikleri para ve maliye politikası duruşlarını sürdürmekte yetersiz olduklarını göstermektedir (Persson, 2002). Güçlü kurumsal altyapının eksikliği, sağlam ekonomik temellerin oluşturulamaması, sağlam politik kuralların oluşturulamaması ve düşük kredibilite, ülke risk priminin artmasına neden olarak, ülkelerin konjonktür yanlısı politikalar uygulamasına yol açmaktadır (Calderón vd., 2003, s. 2). Bir başka deyişle ülkeler, ekonomilerinin daralma dönemlerinde sıkılaştırıcı, genişleme dönemlerinde ise gevşek iktisat politikaları uygulamaktadırlar. Bu görünüm ise genel olarak gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde hâkimdir ve daha düşük ülke risk primlerine sahip olan sanayileşmiş ülkelerde aksine, konjonktür karşıtı politikalar benimsenmektedir (Calderón ve Schmidt-Hebbel, 2003, s. 918).

Geleneksel Mundell-Fleming Modeli, fiyat ve ücretlerin katı olması ve ekonominin genel olarak reel şoklar tarafından yönlendirilmesi durumunda, esnek döviz kuru sisteminin arzu edilen bir sistem olduğunu ima etmektedir (Lane, 2003, s. 95). Bununla birlikte, esnek döviz kuru rejimi, konjunktür karşıtı para politikası uygulamasının olmazsa olmazıdır. Sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı ekonomilerde konjunktür karşıtı para politikasını uygulamak mümkün değildir³ (N'Diaye, 2009, s. 1).

Ampirik bulgular göstermektedir ki, gelişen piyasa ekonomilerindeki çıktı ve gelir dalgalanmalarının oynaklığı, sanayileşmiş ekonomilerden yüksek olmaktadır. Yüksek oynaklığın altında yatan temel sebep ise, politikalar tarafından uyarılan ülke risk primidir. Ekonomideki belirsizliği arttıran bu unsurun şiddeti ise, konjunktür yanlısı politikalar tarafından arttırılmaktadır. İktisat politikalarının yürütülebilmesi için gerçekleştirilecek olan kurumsal reformlar, bu politikaların istikrar sağlayıcı özelliğini iyileştirmek için önemli rol oynayabilecektir. Kararlı bir makroekonomik ortam oluşturmak ise, yüksek kaliteli bir kurumsal altyapıyı geliştirmenin ilk adımıdır (Lane, 2003, s. 104). Sağlam bir kurumsal altyapı, şeffaflık, güvenilirlik, hukuki sistem ve iyi işleyen bir finansal sektör gibi faktörleri içermektedir.

Dikkat edilmesi gereken bir başka husus ise, bazı spesifik koşullar altında konjunktür karşıtı politikaların optimal olmayacağıdır. Örneğin, bir ülkedeki banka harici finansal kuruluşların ve firmaların bilançolarındaki kısa vadeli borçların büyük bir bölümünün yabancı para cinsinden olduğu ve ekonominin ters bir şokun etkisi altında kaldığı bir durumu ele alalım. Uygulanan konjunktür karşıtı para politikasının döviz kurunu arttırıcı etkisi olması durumunda, firmaların bilançoları olumsuz etkilenecek ve firmaların yerel para cinsinden borçları artmış olacaktır. Bu, firmaların kurumsal performansına ve dolayısıyla reel ekonomiye olumsuz etki edecektir. Bu durum, konjunktür karşıtı yaklaşımların, ülkenin finansal istikrar görünümünün göz önünde bulundurularak değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır. Bu bağlamda, konjunktür karşıtı politika eylemleri ile başarılı olacak ülkeler, finansal istikrar analizleri yardımıyla bir geri bildirim mekanizması olarak hareket edecek iyi işleyen bir makro-ihtiyati çerçeveye sahip olmalıdırlar. Finansal istikrar analizi, birçok ülke ekonomisinin çeşitli sektörleri arasındaki bağlantıların anlaşılması ile değerlendirilebilmesine yardımcı olmaktadır ve bir sektördeki dengesizliklerin başka sektörleri nasıl etkileyebileceğine ışık tutmaktadır. Bir başka deyişle, finansal istikrar, sağlam bir makro ihtiyati araştırma gerçekleştirilmeksizin sağlanamamaktadır (Bank of Zambia, 2013, s. 6). Bu bağlamda, kredi ve varlık fiyatı döngülerinin rüzgarına karşı durmak amacıyla olan konjunktür karşıtı makro ihtiyati politika araçlarının, sektörlerle özgü olarak geliştirilmesi de büyük önem taşımaktadır (Turner, 2010, s. 8). İktisat politikası hedeflemesi yapan bir parasal otorite, konjunktür karşıtı para politikası uygulayabilmek için bu koşulları sağlamak durumundadır.

Yukarıda açıklanan etmenler incelendiğinde, finansman ihtiyacı ve gerek ara mallar gerekse de nihai mallar için dışa bağımlılığın yüksek olması, konjunktür karşıtı politikaların uygulanmasını etkilediği gibi, pek çok makroekonomik soruna da neden olmaktadır. Bu bağlamda öncelikle, büyüme hızı yüksek olan gelişen piyasa ekonomilerinin artan fon

³ Söz konusu ülkede tam sermaye hareketliliğinin olduğu varsayımı altında, imkansız üçlü hipotezine göre aynı anda bağımsız para politikası ve sabit kur sistemi uygulanamamaktadır.

taleplerini karşılayabilmek amacıyla tasarruflarını arttırması gerekmektedir. Tasarruflarla ilgili dikkat çekilmesi gereken bir başka husus ise, finansal sisteme aktarılmayarak ekonomiden sızan birikimlerdir. Bunun önlenmesi amacıyla, finansal okuryazarlığa ve finansal sisteme erişime önem verilmesi gerekmektedir. Gelişmiş bir eğitim sistemi vasıtasıyla da, hem yenilikler yapılabilecek hem de marka yaratılarak üretimde dışa bağımlılık en aza indirgenebilecektir.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Dünya finansal liberalizmin ve küreselleşmenin hızla yayıldığı 20. yüzyılın son çeyreğinde, pek çok ekonomik ve finansal kriz yaşamıştır. Yaşanan krizlerin büyüklüğü ve sıklığı giderek kötüleşen sosyoekonomik sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Meydana gelen ekonomik krizlere karşı alınan ilk önlemler, genellikle iktisat politikasının daha hızlı netice verme özelliğine sahip kolu olan para politikası uygulamalarıdır. Ancak fiyat istikrarı, finansal istikrar ve üretim üçgeninde ortaya çıkabilen politika açmazları, para politikalarının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Dış ülkeler kaynaklı iktisadi dalgalanmaların ve ekonomik şokların iç ekonomiye yayılımı ve daha pek çok etken sonucu para politikalarının arzu edilen sonuçları verememesi, para politikasına ve parasal otoritelere yöneltilen eleştirilerin artmasına yol açmıştır.

Parasal otoriteler kısa vadeli nominal faiz oranlarını, merkez bankası tepki fonksiyonları ile ayarlamaktadırlar ve bu fonksiyonun temelinde Taylor Kuralı vardır. Taylor Kuralı ise özünde, rüzgara karşı durmak olarak nitelendirilebilecek konjonktür karşıtı para politikasını ifade etmektedir. Buna göre faiz oranları; çıktı açığı ve enflasyondaki değişimler doğrultusunda belirlenmektedir. Gelişmiş ülkeler genel olarak konjonktür karşıtı para politikası uygulamakta, ekonomi yavaşladığında gevşek, ekonomi hızlandığında ise sıkı para politikası uygulamaktadırlar (bkz. Şekil 1 ve Şekil 2). Böylelikle iktisadi dalgalanmaların çöküşe ya da patlamaya gitmeden yumuşatılması sağlanmaktadır. Aksine, gelişen piyasa ekonomilerinde uygulanan para politikaları genellikle konjonktür yanlısı niteliktedir. Bir başka deyişle, gelişen piyasa ekonomilerinde uygulanan makro iktisadi tedbirler çoğunlukla iktisadi dalgaları güçlendirmekte, güneşli günleri kavurucu sıcağa, yağmurlu günleri ise şiddetli sağanak yağışlara dönüştürmektedir (bkz. Şekil 3 ve Şekil 4).

Parasal otoriteler, bu sürecin sonunda önemli bir strateji olan konjonktür karşıtı para politikasını uygulayamamakta ve ekonomik istikrarsızlık ile etkin bir şekilde mücadele edememektedirler. Konjonktür karşıtı para politikası, çıktı açığının minimize edilmesi sürecinde hayati rol oynamaktadır ve bunun bir takım faydaları vardır. Gerçekleşen ve potansiyel milli gelir arasında kalıcı bir farkın olmadığı ekonomilerde, enflasyonun oynaklığı azalmaktadır. Bu sayede hane halkları ve firmalar kendilerini işsizlik ve enflasyon karşısında daha güvende hissedeceklerdir. Sonuç olarak toplumsal refah artmaktadır. Bunun gibi faktörler göz önüne alındığında, konjonktür karşıtı para politikası bir ülkenin kalkınması için büyük önem taşımaktadır.

Ancak gelişen piyasa ekonomilerinde, konjonktür karşıtı para politikasının terkedilerek konjonktür yanlısı para politikasının uygulanması bir tercihten ziyade bir zorunluluk halindedir. Enflasyonist, reel ve finansal koşullar parasal otoriteleri konjonktür yanlısı politikalar uygulamaya zorlamaktadır. Bu noktada, bu koşulların ortaya konularak bunların önüne geçilmesini sağlayacak politikaların geliştirilmesi, daha müreffeh bir toplum

yaratmanın yolunu açabilecektir. Bu amaçla, literatür derinlemesine araştırılmış ve parasal otoritelerin konjonktür karşıtı para politikası uygulamasını engelleyen koşullar saptanmıştır ve bu doğrutuda politika önerileri sunulmuştur. Bu koşullar genel olarak üretimde, tüketimde ve finansmanda dış bağımlılıktan kaynaklanmaktadır ve etkisini döviz kuru üzerinden göstermektedir. Örneğin Türkiye gibi finansal kısıtları ve yabancı para cinsinden borçluluğu yüksek olan bir ekonomide, parasal otoriteler yerel paranın değerini korumak için daralma rejiminde olsalar bile faiz artırımını yoluna gidebilmektedirler. Söz konusu koşullar; dış borç, bilanço etkisi, ara mallarında/nihai mallarda dışa bağımlılık, uluslararası sermaye hareketliliği, mali disiplin ve güven faktörü şeklinde dir.

Türkiye gibi hızlı büyüyen gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin finansman ihtiyacı da büyüme hızıyla paralel olarak yüksektir. Yetersiz finansal kalkınmışlık, düşük düzeyde finansal okuryazarlık ve yetersiz tasarruf düzeyi gibi nedenlerle finansman ihtiyacı iç piyasadan karşılanamamaktadır ve yatırımlar dış borç ile finanse edilmektedir. Bu durum uluslararası kredi piyasasına kısıtlı erişim, kırılğan bir finansal sistem ve yetersiz finansal derinlik gibi unsurlarla birleştiğinde parasal otoriteleri konjonktür yanlısı politika uygulamaya zorlamaktadır. Böylelikle, ekonominin ihtiyacı olan finansman ihtiyacının karşılanabilmesi amacıyla kötü ekonomik koşullarda dahi faiz artırımını yoluna gidilebilmektedir. Bununla birlikte dış borcun başarılı bir şekilde yönetilememesi, iktisadi sorunların derinleşmesine yol açabilmektedir. Ekonomik krizler ile döviz kuru arasındaki etkileşim incelendiğinde, Türkiye gibi yabancı para cinsinden borçların yüksek düzeyde olduğu ekonomilerde gerçekleşen ani kur artışlarının yıkıcı olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, parasal otoriteler bu yıkımdan kaçınmak amacıyla ekonomik durgunluk dönemlerinde sıkı para politikası uygulayarak kuru dizginlemeye çabalamaktadırlar.

Bu sürecin altında yatan sebep “Temel Günah” olarak isimlendirilmektedir ve ülkelerin uluslararası piyasalardan yerel paraları ile borçlanamaması ve/veya iç piyasadan sabit faiz ile uzun vadeli finansman kullanamaması olarak tanımlanmaktadır. Daha önce de belirtildiği üzere temel günah, yetersiz finansal gelişmişlik ve/veya yetersiz iç tasarruflardan kaynaklanmaktadır. Döviz cinsinden borçlanmaya dair en ciddi sorun, para birimi uyumsuzluğu olarak adlandırılan olgudur ve varlıklarla yükümlülükler arasındaki uyumsuzluğu ifade etmektedir. Buna göre, yabancı para cinsinden yükümlülükleri yabancı para cinsinden varlıkları ile uyumlu olmayan ekonomiler, döviz kurunun artması durumunda yabancı para cinsinden borçlarını ödemekte zorluk yaşamaktadırlar. Bu durum ise, genellikle ekonomik darboğaz anlarında yaşanmaktadır ve merkez bankalarının ulusal parayı korumak amacıyla faiz artırımını yapması ile sonuçlanmaktadır. Uyumsuzluk ve temel gūnahtan kaynaklanan sorunların önüne geçilebilmesi amacıyla finansal kalkınmışlığın desteklenmesi ve iç piyasadan borçlanma imkanlarının arttırılması gerekmektedir. Sanayileşmiş ülkelerdeki kalkınmış finansal sistemler, yüksek tasarruflar ile para birimi uyumsuzluğunu engelleyerek istikrarlı bir finansal sistemin oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Bu noktada finansal kalkınmanın, döngüsel iktisat politikalarının geliştirilmesi için hayati öneme sahip olduğu iddia edilebilmektedir. Finansal sistemdeki iyileşmeler ve ülkenin finansal sisteminin yabancı sermaye piyasaları ile bütünleşik hale gelmesi, gelişen piyasa ekonomilerinin ulusal paraları ile borçlanmasına olanak sağlayarak, temel günah sorununu önleyebilecektir. Toplam borç içerisindeki yabancı para cinsinden borçların payının azaltılmasıyla, hızlı sermaye çıkış riski

ve para birimi uyumsuzluğu riski düşürülerek konjonktür karşıtı politikaların izlenmesini kolaylaştırılabilecektir.

Ulusal paranın değer kaybetmesi, ülkeye dış ticaret avantajı kazandırarak artan ihracat vasıtasıyla ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir. Öte yandan ulusal paranın değer kaybı, firmaların kısa dönemli ve yabancı para cinsinden yükümlülükleri vasıtasıyla firma bilançolarında bozulmaya sebep olmakta, firmaların net değerlerini dolayısıyla da yatırımlarını ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Firmaların kısa dönemli ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin toplam yükümlülükleri içerisindeki payının çok büyük olduğu gelişen piyasa ekonomilerinde, kur artışının neden olduğu negatif bilanço etkisi, pozitif dış ticaret avantajı etkisinden büyük olmaktadır. Türkiye Ekonomisinde de diğer gelişen piyasa ekonomilerinde olduğu gibi ulusal paradaki değer kaybının yarattığı negatif bilanço etkisi, pozitif ticaret avantajı etkisini bastırmaktadır ve net etki negatif olmaktadır.

Yabancı para cinsinden borçlanan firmaların kur riskinden korunmak için, hedging tekniklerinden ya da türev finansal ürünlerden faydalanmaları ve/veya gelirleri de döviz cinsinden olan ihracatçı bir firma olmaları firma için koruyucu niteliktedir. Aksi takdirde ulusal paradaki değer kaybı sonucu ortaya çıkan negatif bilanço etkisi ile firmaların net değerleri azalacak, kredi kısıtları artacak ve sonuç olarak yatırımları düşecektir. Bu olumsuzluğun önüne geçmek isteyen parasal otoriteler ise, konjonktür yanlısı politikalar uygulayarak kur üzerindeki yukarı yönlü baskıyı azaltabilmek için, daralma dönemlerinde para politikasını sıkılaştırmak zorunda kalmaktadırlar. Bu sürecin altında yatan temel sebep yukarıda da anlatıldığı üzere, gelişen piyasa ekonomilerinin yerel paraları ile uluslararası piyasalarda uzun vadeli borçlanamamalarıdır. Sonuç olarak reel sektör firmalarında borç dolarizasyonu gözlemlenmekte, borç dolarizasyonu ise ülkeleri finansal şoklara, kur şoklarına ve uluslararası sermaye hareketlerindeki ani duruş ve çıkışlara karşı kırılganlaştırmaktadır. Türkiye gibi ekonomilerde, dış borç stokunun ekonomik krizleri tetiklememesi için, varlık ve yükümlülükler arasındaki para birimi uyumsuzluğunun giderilmesi ve çeşitli finansal enstrümanlar yardımıyla dış borç stokunun ortaya çıkardığı risklerin azaltılması gerekmektedir. Bunun için öncelikle iç tasarruf oranlarının arttırılması, iç borçlanma imkanlarının geliştirilmesi ve son olarak da para uyumsuzluklarına karşı önlem olarak tercih edilen modern dış borç yönetim ve denetim tekniklerinin uygulanması gerekmektedir. Hedging metotları ya da türev ürünler kullanılarak, kur vb. nedenlerle ortaya çıkabilecek risklere karşı güvence sağlamak mümkündür.

Borç dolarizasyonu ve firmaların negatif bilanço etkisi sonucu bir uygulama zorunluluğu olarak ortaya çıkan konjonktür yanlısı para politikası, döviz kurunu kontrol altına alarak ortaya çıkabilecek olumsuzlukları asgari düzeye indirmeyi amaçlamaktadır. Buraya kadar anlatılanlar, finansmandaki dışa bağımlılık ile ilgilidir ve döviz talebini etkileyerek döviz kurunu, kur vasıtasıyla da dış borcun ulusal para cinsinden değerini ve firmaların bilançolarını etkilemektedir. Döviz talebini ve döviz kurunu etkileyen dolayısıyla da konjonktür yanlısı politikaların uygulanmasını zorunlu kılan bir başka etmen ise, nihai mallardaki ve hatta ara mallarındaki dışa bağımlılıktır. Örneğin Türkiye Ekonomisi gelişmiş sanayisi ve dinamik yapısına rağmen sermaye yoğun pek çok malın ithalatçısı durumundadır. Bununla birlikte çok zengin doğal kaynaklarına rağmen, yenilenebilir enerji kaynaklarından yeterince yararlanamamakta ve enerji ithalatı için ciddi bir bütçe ayırmak durumunda kalmaktadır. Yakın zamana kadar bir tarım ülkesi konumunda olan Türkiye, günümüzde kendisine yeterli

olabilme özelliğini yavaş yavaş kaybetmekte, tarımsal ürünlerde bile ithalat yapmaktadır. Buna ilave olarak, iç piyasada üretilen mallarda kullanılan ara mallarında bile dışa bağımlılık ciddi düzeylere ulaşmıştır. Günümüz Türkiye'sinde 100\$ değerindeki ihracat için yaklaşık 70\$ değerinde ara malı ithalatı yapılması gerekmektedir. Bu durum da, döviz kuru dolayısıyla da yabancı para cinsinden borçların TL değeri ve firma bilançoları üzerinde baskı yaratarak parasal otoriteleri içinden çıkılması güç durumlara sokmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye Ekonomisinin üretimdeki ve tüketimdeki dışa bağımlılığını azaltacak önlemler, etkin döngüsel para politikalarının uygulanabilmesine de zemin hazırlayacaktır.

Parasal otoritelerin elini kolunu bağlayan bir başka unsur ise, uluslararası sermaye hareketliliğidir. Yabancı yatırımcılar ellerindeki sıcak parayı kar elde etmek amacıyla portföy yatırımı niteliğinde ülkeden ülkeye aktarmaktadırlar. Gelişen piyasa ekonomileri ise, kendi iç koşullarını cazip hale getirerek, yatırımlarını finanse edebilmek için bu fonları çekmeye çabalamaktadır. Parasal otoriteler, yüksek finansman ihtiyacının ve yabancı para cinsinden borçların varlığında, üretimi desteklemek ve finansal istikrarı sağlamak için kredibilitelerini korumak isteyecektir. Bir ülkenin kredibilitesi ise, serbest dalgalanma korkusu ve devlet kredi derecelendirmesini de içeren çeşitli yollarla etkilenebilmektedir. Dalgalanma korkusu olgusuna göre, parasal otoriteler döviz kurunun serbestçe dalgalanmasından borç dolarizasyonu ve yetersiz sermaye gibi nedenlerle endişe etmektedirler. Genel olarak ulusal para, hızlı sermaye çıkışlarından ötürü değer kaybetmektedir ve bu durum parasal otoriteyi ulusal parayı savunmak için faiz artırımına zorlamaktadır. İktisadi kriz zamanlarında sermaye girişlerinin bir anda durması olarak tanımlanan ani duruş olgusu ise, dalgalanma korkusunu şiddetlendirmektedir. Sonuç olarak, ülke risk primleri dolayısıyla da dış borcun maliyeti artmaktadır. Bununla birlikte, devlet kredi derecelendirmeleri de ülkelerin risk primlerini etkileyerek sermaye girişlerini veya çıkışlarını tetikleyebilmektedir. Tüm bu etkiler bir araya geldiğinde, konjonktür yanlısı politikalar kaçınılmaz olmaktadır. Gelişen piyasa ekonomilerinde gerçekleştirilen ve Türkiye Ekonomisini de kapsayan ampirik çalışmalar, risk priminin yüksek olduğu ekonomilerde konjonktür yanlısı iktisat politikalarının uygulandığını göstermektedir. Buraya kadar önerilen politikalar, borç dolarizasyonu ve temel (orijinal) günah problemi için çözümler sunmaktadır. Öte yandan devlet kredi derecelendirme puanlarının yükseltilmesi dolayısıyla da sermaye çıkışlarının ve ani duruşların önlenebilmesi için, ülkenin hukuki, siyasi ve ekonomik açıdan kurumsal altyapısının güçlendirilerek şeffaf ve istikrarlı bir sistem kurulması hayati önem taşımaktadır. Çünkü sermaye ancak kendisini güvende hissedebileceği piyasalara doğru hareket etmektedir. Literatürde yer alan çalışmalarda, güçlü kurumları olan ülkelerin konjonktür karşıtı politikalar ile ekonomik istikrara katkıda bulunabildiğini göstermektedir. Siyasi istikrar, sosyoekonomik koşullar, hukuki düzen, bürokratik kalite ve yolsuzlukla mücadele konjonktür karşıtı politikaların uygulanabilmesinde önemli rol oynamaktadır.

Ana akım iktisat, portföy yatırımlarının iktisadi büyüme için önemini vurgulamaktadır. Öte yandan portföy yatırımlarının, bilinçli bir şekilde kullanılmadığı müddetçe, ekonomik istikrarı bozduğunu iddia eden pek çok çalışma ve örnek bulunmaktadır. Günümüz sanayileşmiş ülkelerinin iktisat tarihleri incelendiğinde, pek çoğunun sermaye hareketlerine çeşitli kısıtlar koyduğu, bu sayede gelişebildiği gözlemlenmektedir. 2008 Küresel Finansal Krizi sonrası FED, Avrupa Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası tarafından uygulanan parasal kolaylık politikası ile söz konusu merkez bankaları bilançolarını büyütmüş ve

piyasalara ciddi miktarda likidite enjekte etmiştir. Bu politika sonucu piyasalar bol likidite ve düşük faiz ile rahatlamış olsalar da, portföy yatırımlarının Türkiye gibi gelişen piyasa ekonomilerinde iktisadi bozulmalara yol açtığı yönünde ciddi tartışmalar ortaya çıkmıştır. Bu bozulmaların nedeni olarak ise, eldeki bol fonun sürdürülebilir ekonomik büyümeyi destekler nitelik taşımaksızın kullanılması gösterilmektedir. Örneğin Asya ülkeleri, düşük faiz oranları ile elde ettikleri bol likiditeyi genel olarak teknolojik gelişim, eğitim ve Ar-Ge çalışmaları için kullanmış ve iktisadi avantaj elde etmişlerdir. Öte yandan, son on yılda Türkiye Ekonomisinde gerçekleştirilen yatırımların ciddi bir kısmının inşaat sektöründe yapıldığı, reel sektör aktörlerinin bile yüksek kar iştahı ile üretimi terk ederek inşaata yöneldiği ve sonuç olarak konut sektöründe balon oluştuğuna dair eleştiriler yapılmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye Ekonomisi'ne gelen yabancı sermayenin değerlendirilmesi aşamasında iki kere düşünülmesi ve yapılacak yatırımın döviz gelirlerini arttırıcı nitelikte olması Türkiye'nin kalkınması açısından büyük önem taşımaktadır. Böylelikle, döviz kuru üzerindeki ilave baskılar engellenerek kur riski önlenmiş olacaktır.

Ancak bu koşulları saptayabilmek her zaman mümkün olmamaktadır. Bu nedenle borç dolarizasyonunu ölçecek ve gerektiğinde sermaye hareketlerinin kısıtlanma zamanının yaklaştığını haber verecek bir erken uyarı sistemi, ani duruşlar ve hızlı sermaye çıkışları gibi finansal riskler sonucu derinleşen krizlerin ortaya çıkmasını engelleyebilecektir. Bu amaçla uyarı göstergeleri (trip wires) ve hız kasisleri (speed bumps) yaklaşımı geliştirilmiştir ve gelişen piyasa ekonomilerindeki finansal kırılganlıkların önlenmesi için önerilmektedir⁴. Bu yaklaşıma göre, merkez bankası resmi rezervlerinin kısa dönemli dış borçlara oranı ile birlikte merkez bankası resmi rezervlerinin cari hesaplar açığına oranı birer uyarı göstergesi olarak ele alınmalı ve yakından takip edilmelidir. Uyarı göstergeleri, ekonominin zafiyetlerinin ciddi düzeye geldiğine dair sinyal verdiğinde, hız kasisleri olarak adlandırılan regülasyonlar, kademeli olarak uygulanmaya başlamalıdır. Bu çalışma kapsamında dile getirilen ekonomik istikrarsızlıkların tamamı, kur riski vasıtasıyla ortaya çıkmaktadır. Kur riski, döviz kurundaki dalgalanmayı sınırlayan ya da ulusal paranın konvertibilitesini çeşitli mekanizmalarla kısıtlayan hız kasisleri ile yönetilebilmektedir. Döviz kurunun dalgalanması, kısa vadeli bir sterilizasyon müdahalesi ile yönetilebilir. Tarihsel deneyimler, ulusal paranın konvertibilitesinin yönetilebileceği çeşitli yöntemler olduğunu göstermektedir. Bu yöntemler genel olarak, yabancıların ulusal para birimine ulaşımının kısıtlanarak ulusal paraya karşı spekülasyon hareketleri engellemeyi amaçlamaktadır. Örneğin, ulusal para birimine erişmek isteyenlerin döviz lisansı için başvurmasını zorunlu kılarak, ulusal paranın konvertibilitesi yönetilebilir. Bu yöntem, yetkililerin kur değişiminin hızını etkilemesine ve işlemle ilişkili kur ve finansal risk derecesine göre işlemler arasında ayırım yapılmasını sağlar. Hükümet, uyarı göstergeleri kur riskinin yaklaştığını gösterdiğinde, bir hız kasisi olarak döviz lisansını askıya alabilir veya kolaylaştırabilir. Diğer bir hız tümseği, hükümetin, yerleşik olmayanların ulusal paraya erişimini kontrol ederek ulusal para birimine karşı spekülasyon yapma ihtimalini azaltmasına (ancak ortadan kaldırmamasına) olanak sağlayabilmektedir. Bu, yerel bankaların yerleşik olmayanlara borç vermelerini engelleyerek ve / veya ülkede banka hesabı açmalarını engelleyerek başarılabilmektedir. Bu ve benzeri uygulamalar, geçmişte günümüzün

⁴ Bkz. Chang ve Grabel (2004) ve Grabel (2004)

sanayileşmiş ülkeleri tarafından uygulanmıştır ve günümüzde ise, hızla gelişen bazı Asya lkeleri tarafından başarıyla uygulanmaktadır.

Mali disiplinin sağlanamaması, konjonktür yanlısı para politikalarının bir başka sebebi niteliğindedir. Ekonomik gidişatin kötü olduğu zamanlarda, pek çok gelişen piyasa ekonomisi borç bulmakta zorlanmakta ya da çok yüksek faizler ile borç bulabilmektedir. Bu nedenle hükümetler bte açıklarını kapatmak için ya da kamu harcamalarını finanse etmek için merkez bankasının yardımına ihtiyaç duyabilmektedir. Bu durumda para politikası genellikle genişletici maliye politikasının gereksinimlerini karşılayacak doğrultuda yürütülebilmektedir. Örneğin, özellikle ekonominin darboğaza girdiği dönemlerde, uluslararası kredi piyasalarına yeterli erişimi olmayan hükümetler, kamu harcamalarını finanse etmek için parasal otoriteleri konjonktür yanlısı para politikası uygulamaya zorlayabilmektedir. Böylelikle ekonomik durgunluk dönemlerinde faiz arttırılarak portföy yatırımları iç piyasaya çekilmeye çalışılmakta ve borçlanma imkanlarının arttırılması hedeflenmektedir. Uygulanan sıkı para politikası, aynı zamanda döviz kuru üzerindeki baskıların azaltılmasıyla kur riskini önlemeyi de hedeflemektedir. Öte yandan ekonomik durgunluk zamanlarında uygulanan faiz arttırımı, iç piyasadaki hane halkları ve firmalar için iyi olmayan sonuçlar doğurmaktadır. Bu olumsuzlukların engellenebilmesi için hükümetler mali disiplinden ödün vermemelidirler.

Altyapısı yeterince geliştirilemeyen kurumlar ile uygulanan politikalara güvenilmemesi, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin konjonktür karşıtı para politikaları uygulamalarını engelleyebilmektedir. Kurumsal altyapının kalitesi, yabancı yatırımcının güvenini kazanmak için büyük önem taşımaktadır. Daha önce de belirtildiği üzere kurumsal altyapı, yabancı yatırımcının risk algısı için önemli bir göstergedir ve sermaye girişinin belirleyicilerinden birisidir. Kurumlara duyulan güvenin düşük düzeyde olması, yabancı yatırımcının iktisadi karar alma sürecini etkilediği gibi, yurtiçi yerleşiklerin de kararlarını etkilemektedir. Örneğin, yurtiçi yerleşiklerde merkez bankasının enflasyon ile yeterli düzeyde mücadele etmediği şeklinde bir algının oluşması, iç piyasada ulusal paranın terk edilmesine ve dolarizasyona neden olabilmektedir. Artan döviz talebi ise, kur üzerinde baskıya neden olarak para politikasının etkisizleşmesine yol açacaktır. Bu bağlamda kurumsal altyapının geliştirilmesi, ülke ekonomisine duyulan güveni de destekleyecektir.

Güven faktörü de konjonktür karşıtı para politikalarının etkisizleşmesine yol açabilmektedir. Bireylerin ve firmaların güven seviyelerinin konjonktürün farklı dönemlerinde çeşitlilik gösterebilmektedir. Hane halkları ve firmaların ekonominin genişleme döneminde iyimser, daralma döneminde ise kötümser olmaları beklenir. Bununla birlikte hane halkları ve firmaların ekonominin daralma fazındaki kötümserlik düzeyinin, ekonominin genişleme fazındaki iyimserlikten daha yüksek olması, uygulanan para politikasının asimetrik etkiler yaratabilmesine yol açacaktır. Yukarıdaki rnek, ekonominin genişleme döneminde uygulanan daraltıcı para politikasının, ekonominin daralma döneminde uygulanan genişletici para politikasından daha etkin sonuçlar doğuracağını ifade etmektedir. Kötümserlik, genişletici para politikasının etkisizliğini açıklamak için en sıklıkla başvurulan gereklerden birisi olmuştur. Genişletici para politikasının etkisizliğini kötümserlik yardımıyla açıklamak için ise, “bir atı suya götürebilirsiniz ancak ona zorla su iiremezsiniz” benzetmesi kullanılmaktadır. Bu benzetme piyasadaki likidite ile yatırımlar arasında birebir ilişki olmadığı anlamına gelmektedir. Biraz açıklamak gerekirse, durgunluk döneminde ekonomiyi canlandırmak amacıyla piyasaya likidite enjekte edebilir ya da faiz oranlarını düşürebilirsiniz

ancak, bireyleri o fonu kullanıp yatırım yapmaya zorlayamazsınız. Bu durum ise, merkez bankasının beklentileri etkilemedeki, dolayısıyla da karar alma sürecindeki başarısızlığını göstermektedir. Politik baskının olmadığı bağımsız merkez bankacılığı ile hesap verebilir ve şeffaf para politikası yürütülmesi, ekonomide güven duygusunun tesis edilmesi için gereklidir. Ancak tüm bireyler merkez bankasının koyduğu hedeflere ulaşabileceğine ve ekonomik istikrarın gelecekte beklenen düzeyde olacağına inandığı takdirde iktisadi sistem en iyi şekilde işleyecektir. Burada önerilen politikalar üretimde, tüketimde ve finansmanda dışa bağımlılığın azaltılmasına yöneliktir. Böylelikle iktisat politikasının önemli bir kolu olan para politikası, ekonomik istikrarın sağlanması için daha etkin bir şekilde kullanılabilir.

KAYNAKLAR

Alesina, A., & Tabellini, G. (2007). Bureaucrats or Politicians ? Part I: A Single Policy Task. *The American Economic Review*, 97(1), 169–179.

Angrist, J. D., Jordà, Ò., & Kuersteiner, G. M. (2013). Semiparametric Estimates of Monetary Policy Effects: String Theory Revisited (Working Paper Series No. 24).

Ball, L. (2002). Policy Rules and External Shocks. In N. Loayza & K. Schmidt-Hebbel (Eds.), *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms* (pp. 47–63). Santiago, Chile: Central Bank of Chile.

Bank of Zambia. (2013). Countercyclical Monetary Policy Interventions in an Economy. A Paper Presentation to the Committee of Central Bank Governors in SADC, 1–18.

Barnichon, R., Matthes, C., & Sablik, T. (2017). Are the effects of monetary policy asymmetric (Richmond Fed Economic Brief No. EB17- 03).

Bartels, A. H. (1985). Volcker's Revolution at the Fed. *Challenge*, 28(4), 35–42.

Borio, C., Furfine, C., & Craig, L. (2001). Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options. *Bank For International Settlements Papers*.

Calderón, C., Duncan, R., & Schmidt-Hebbel, K. (2003). The Role of Credibility in the Cyclical Properties of Macroeconomic Policies in Emerging Economies (No. N° 237 Noviembre). *Central Bank of Chile Working Papers*.

Calderón, C., & Schmidt-Hebbel, K. (2003). Macroeconomic policies and performance in Latin America. *Journal of International Money and Finance*, 22(7), 895–923.

Chang, H.-J., & Grabel, I. (2004). *Kalkınma Yeniden: Alternatif İktisat Politikaları El Kitabı* (2nd ed.). Ankara: İmge Kitabevi.

De Long, J. B., Summers, L. H., Mankiw, N. G., & Romer, C. D. (1988). How Does Macroeconomic Policy Affect Output? *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(2), 433–494.

Devereux, M. B., & Lane, P. R. (2003). Understanding bilateral exchange rate volatility. *Journal of International Economics*, 60(1), 109–132.

Eğilmez, M., & Kumcu, E. (2008). *Ekonomi Politikası* (12. Basım). Etiler-İstanbul: Remzi Kitabevi.

Florio, A. (2004). The asymmetric effects of monetary policy. *Journal of Economic Surveys*, 18(3), 409–426.

Friedman, M. (1961). The Lag In Effect of Monetary Policy. *Journal of Political Economy*, 69(5), 447–466.

Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58(1), 1–17.

Gavin, M., & Perotti, R. (1997). Fiscal Policy in Latin America. *NBER Macroeconomics Annual*, 12, 11–61.

Grabel, I. (2004). Trip Wires and Speed Bumps: Managing Financial Risks and Reducing The Potential for Financial Crises in Developing Economies. *G-24 Discussion Papers 33*, United Nations Conference on Trade and Development.

Lane, P. R. (2003). Business cycles and macroeconomic policy in emerging market economics. *International Finance*, 6(1), 89–108.

Mishkin, F. S. (2014). *Para Politikası Stratejisi*. (Ö. F. Çev. Editörü Çolak & A. Zengin, Eds.). Ankara: Efil Yayınevi.

Morgan, D. P. (1993). Asymmetric effects of monetary policy. *Federal Reserve Bank Of Kansas City Economic Review*.

N'Diaye, P. (2009). Countercyclical Macro Prudential Policies in a Supporting Role to Monetary Policy (No. WP/09/257). *IMF Working Paper*.

Ocampo, J. A. (2002). *Developing Countries' Anti-Cyclical Policies in A Globalized World*. Santiago, Chile: United Nations Publications.

Özkan, İ., & Erden, L. (2007). Türkiye Ekonomisinde İş Çevrimlerinin Tarih ve Süre Aralıklarının Tespiti. *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, (14), 1–19.

Papademos, L. (2003). Economic Cycles and Monetary Policy. Retrieved September 13, 2018, from https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp030307_1.en.html

Persson, T. (2002). Do Political Institutions Shape Economic Policy? *Econometrica*, 70(3), 883–905.

Ricci-Risquete, A., Ramajo, J., & De Castro, F. (2016). Time-varying effects of fiscal policy in Spain: a Markov-switching approach. *Applied Economics Letters*, 23(8), 597–600.

Romer, C. D., & Romer, D. H. (1994). What Ends Recessions? In S. Fischer & J. J. Rotemberg (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 1994* (Vol. 9, pp. 13–80). Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Sargent, T. J., & Wallace, N. (1976). Rational expectations and the theory of economic policy. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 8(2), 169–183.

Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1–17.

Turner, A. (2010). What do Banks do? Why do Credit Booms and Busts Occur and What can Public Policy Do about it? In A. Turner, A. Haldane, P. Woolley, S. Wadhvani, C. Goodhart, A. Smithers, ... R. Layard (Eds.), *The Future of Finance*. London School of Economics Report.

Ünsal, E. (2017). *Makro İktisat* (11th ed.). Ankara: Murat Yayınları.

Welch, P. J., & Welch, G. F. (2009). *Economics: Theory and Practice* (9th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.