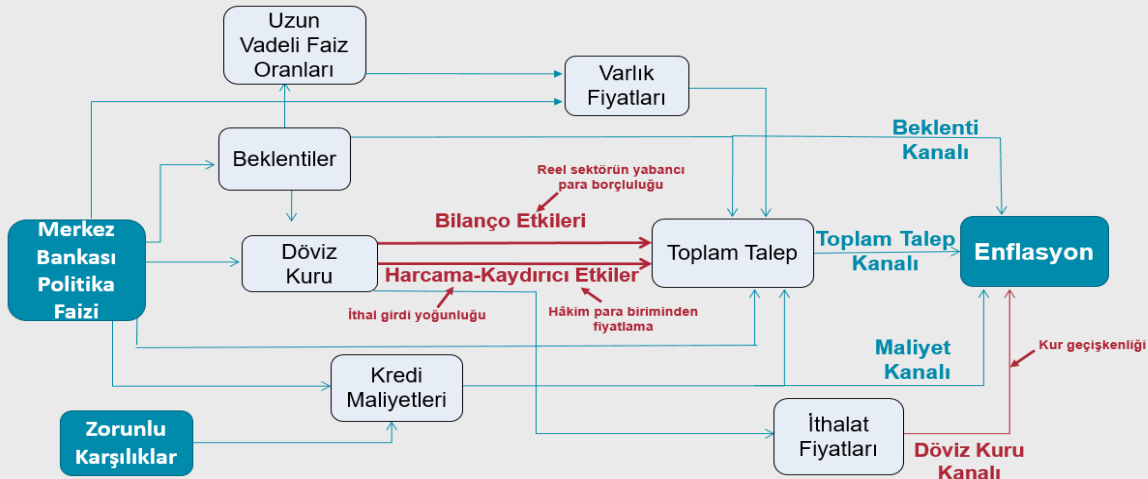


Kutu 1.1

Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikasının Etkinliğini Azaltan Unsurlar

Merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının piyasa faizlerini, toplam talebi, iktisadi faaliyeti ve enflasyonu hangi kanallarla ve ne ölçüde etkilediği parasal aktarım mekanizmasıyla açıklanmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde (GOÜ) aktarım mekanizmasının işleyişi gelişmiş ekonomilerdekinden farklılaşabilmektedir. Küresel finansal döngülere duyarlılık, hâkim para biriminden fiyatlandırma, varlık ve yükümlülük dolarizasyonu ile banka ve şirket bilançolarındaki para birimi uyumsuzluğu gibi GOÜ'lere özgü unsurlar, bu ülkelerde para politikası aktarım mekanizmasının işleyişini olumsuz etkileyerek politika yapıcılar için birtakım zorluklar doğurmaktadır. Söz konusu unsurların aktarım mekanizmasına etkileri Şema 1'de kırmızı renkli ifadelerle gösterilmektedir.

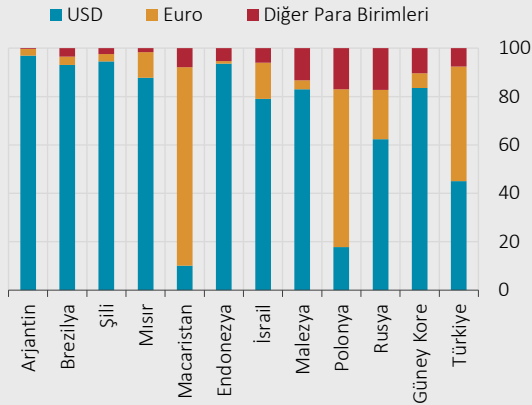
Şema 1: Parasal Aktarım Mekanizması



GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarında küresel likidite koşullarına bağlı olarak dalgalanmalar görülebilmektedir. Bu durum, kredi büyümesi, varlık fiyatları ve döviz kuru arasında olumsuz bir döngüye neden olarak fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik tehdit oluşturabilmektedir. Örneğin, sermaye girişlerinin yoğun olduğu ve dış finansman imkânlarının genişlediği dönemlerde yurt içi kredi büyümesi hızlanabilmekte; böylelikle ekonomide aşırı ısınma, reel kurda değerlendirme ve dış dengede bozulmaya bağlı makrofinansal risk birikimi görülebilmektedir. Sermaye girişlerini sınırlamak üzere merkez bankası tarafından yapılacak bir faiz indirimi iç talep üzerinde ilave canlanmaya neden olarak kredi büyümesinin ve buna bağlı risklerin daha da artmasına neden olabilecektir. Diğer yandan, sermaye çıkışlarının yaşandığı ve küresel finansal koşulların sıkılaştığı bir dönemde yurt içinde sıkılaştırıcı yönde verilecek politika tepkisi iktisadi faaliyette ilave bir bozulmaya sebep olacaktır. Böyle bir durumda, yerel para birimindeki değer kaybına bağlı olarak bir taraftan enflasyon yükselirken, diğer taraftan toplam talep zayıflayabilmekte ve politika ödünleşimleri artmaktadır. Bu örnekler, sermaye hesabı açık

küçük ekonomilerde dalgalı döviz kuru rejimi olsa dahi, para politikasının serbestçe belirlenebilmesi konusunda küresel finansal çevrimlerin kısıtlayıcı olabileceğine işaret etmektedir.¹ Küresel finansal döngüler karşısında sermaye akımlarına yönelik tedbirler ve makro-ihtiyati politikalar sayesinde para politikasının yurt içindeki koşullara yönelik olarak serbestçe belirlenmesinin, mümkün olabileceği değerlendirilmektedir (Rey, 2016).

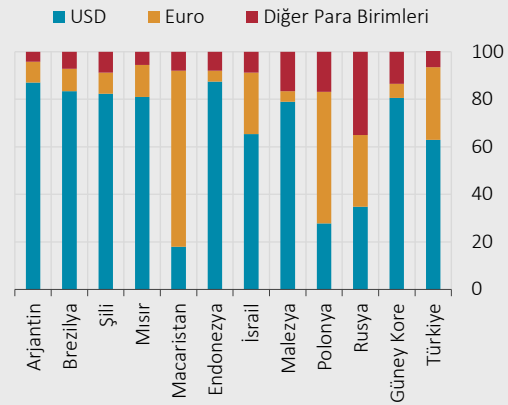
Grafik 1: İhracatta Kullanılan Para Birimleri*
(2019 Payları, %)



Kaynak: Boz ve diğerleri (2020), TÜİK.

* İhracat verileri Brezilya için 2018 yılına, diğer tüm ülkeler için 2019 yılına aittir.

Grafik 2: İthalatta Kullanılan Para Birimleri*
(2019 Payları, %)



Kaynak: Boz ve diğerleri (2020), TÜİK.

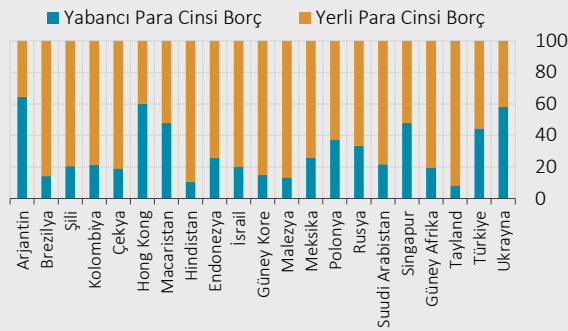
* İthalat verileri Brezilya için 2018 yılına, diğer tüm ülkeler için 2019 yılına aittir.

Sermaye akımlarında görülen dalgalanmaların yanı sıra, GOÜ'lere özgü bazı yapısal unsurlar da para politikasının etkinliğini azaltabilmektedir. Bunlardan ilki *hâkim para biriminden fiyatlama* olarak öne çıkmaktadır. Dış ticarete iki ülke para birimlerinden herhangi birinin yerine ABD doları veya euro gibi rezerv para birimlerinin kullanılması *hâkim para biriminden fiyatlama* olarak adlandırılmaktadır. GOÜ'lerde ithalat ve ihracat fiyatlamasının çok büyük bir kısmı ABD doları üzerinden yapılırken, AB üyesi ülkeler ile İsrail, Rusya ve Türkiye gibi AB ile yüksek ticaret hacmine sahip ülkelerde ise euro fiyatlamasının da ciddi oranlara ulaştığı görülmektedir (Grafik 1 ve Grafik 2). İki ülke para birimlerinden herhangi birine göre fiyatlamının yapıldığı bir ekonomide, ülke para biriminin değer kaybetmesi durumunda, ithalat talebi düşerken, para biriminin daha rekabetçi hale gelmesiyle ihracat artmaktadır (harcama-kaydırıcı etki). Geleneksel ticaret kanalını tarif eden bu durumda net ihracattaki artış toplam talebi destekleyerek genişletici olmaktadır. Ancak, hâkim para biriminden fiyatlamada ticarete konu olan malın ABD doları ya da euro cinsinden değerinin sabit kalması yerel para birimindeki değer kaybının oluşturacağı fiyat avantajını engellemektedir. Dolayısıyla dış ticaret dengesinde gerekli uyarılama için yerel para birimleriyle yapılan fiyatlamaya kıyasla döviz kurunda daha yüksek bir değer kaybına ihtiyaç duyulmaktadır. Hâkim para biriminden fiyatlama, değer kaybının genişletici etkilerini ve dış dengedeki uyarlamayı sınırlandırarak para politikasının etkinliğini azaltmaktadır (Şema 1).² Ayrıca hâkim para biriminden fiyatlama, ihracat imkânlarına bağlı olarak döviz kurunun yurt içi fiyatlara güçlü bir şekilde yansıtılmasına neden olabilmekte ve maliyet kaynaklı (ithal girdi kullanımı) kur geçişkenliğini de yükseltebilmektedir (Şema 1).

¹ Banka ve şirket bilançolarında para birimi uyumsuzluğu olduğunda küresel finansal koşullar sıkıyken yapılacak bir parasal gevşeme, yerel para biriminde ilave değer kaybına yol açarak, bankaların ve şirketlerin öz sermayelerini azaltmak ve kaldıraç kısıtlarını daha sıkı hale getirmek suretiyle, faaliyeti daraltıcı yönde etkileyebilmektedir. Bu durum GOÜ'lerde politika faizinde "genişletici alt sınır" olduğu şeklinde değerlendirilmektedir (Cavallino ve Sandri, 2019).

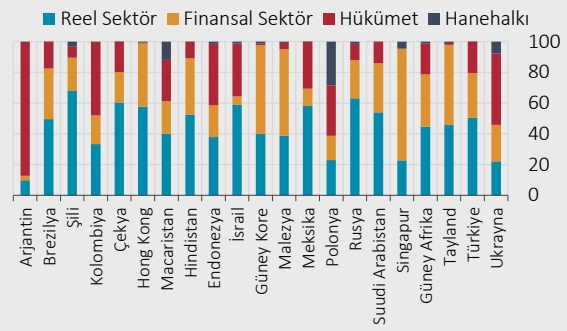
² İthal girdi kullanımının yüksek olması da yerel para birimindeki değer kaybı sonrasında dış dengedeki uyarlamayı sınırlandıran bir unsurdur. Türkiye'de ihracatın ithal girdi yoğunluğu ile ilgili Akgündüz ve Fendoğlu (2019) çalışmasına bakılabilir.

Grafik 3: Borçlanmanın Para Birimi Kompozisyonu*
(2009-2019 Ortalaması, %)



Kaynak: IIF.

Grafik 4: Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Borçlu Bazında Dağılımı
(2009-2019 Ortalaması, %)



Kaynak: IIF.

GOÜ'lerde para politikasının etkinliğini azaltan bir diğer unsur yabancı para borçluluğu ve varlık dolarizasyonu olarak öne çıkmaktadır. GOÜ'lerde önemli miktarda yabancı para cinsinden borçlanma görülürken, Arjantin, Hong Kong ve Ukrayna gibi ülkelerde borçlanma içinde yabancı paranın payı yüzde 50 seviyelerinin üzerine ulaşmaktadır (Grafik 3). Yabancı para borçluluk, borçlulara göre incelendiğinde Polonya ve Macaristan gibi ülkelerde hanehalkı; Şili, Çekya ve Rusya gibi ülkelerde ise reel kesim borçluluğunun görece yüksek olduğu görülmektedir (Grafik 4). Firmaların döviz borçluluğunun yüksek olduğu durumda yerel para birimindeki değer kaybı bilanço kanalıyla toplam talebi olumsuz etkileyerek net ihracatın genişletici etkisini sınırlayabilmekte veya tamamen ortadan kaldırabilmektedir (Şema 1). Böylelikle bilanço kanalı, sert değer kayıplarının olduğu dönemlerde reel sektör ile finansal aracılık arasında olumsuz bir geri besleme döngüsüne de neden olarak dış şokların etkisini büyütebilmekte ve politika ödünleşimlerini artırabilmektedir. Ayrıca, GOÜ'lerde yabancı para borçluluğunun yanı sıra ekonomik birimlerin yabancı para riskinden korunabilmek için yabancı para cinsinden varlıklara yönelmesinin de yaygın olduğu görülmektedir. Varlık dolarizasyonunun yüksek olduğu durumda, döviz kurunun yükselmesine neden olan bir şok, yabancı para cinsinden tasarruf sahiplerinin harcama eğilimini servet etkisi kanalıyla artırarak, döviz kurundaki yükselişin etkilerine yönelik verilecek para politikası tepkisinin etkinliğini sınırlayabilecektir.

Özetle, küresel risk iştahındaki dalgalanmalar makroekonomik ve finansal istikrar üzerinde riskler oluşturmakta ve GOÜ'lerin kendine özgü yapısal özellikleri karşılaşılan şokların etkilerini daha da artırarak para politikası mekanizmasının işleyişini olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle ekonomiye gelen şokların kontrol altına alınmasında sadece politika faizi aracının kullanılması yeterli olmayabilmektedir. Buradan hareketle, GOÜ'lerde para politikasının etkinliğini artırarak ödünleşimleri en aza indirmek amacıyla farklı politika araçlarının ülke koşullarına göre en uygun şekilde belirlenecek ideal bir bileşiminin kullanımına imkân veren bir politika çerçevesine ihtiyaç duyulmaktadır.

Kaynakça

Akgündüz, Y. E., ve Fendoğlu, S. (2019). "Exports, Imported Inputs, and Domestic Supply Networks". TCMB Working Paper No: 19/08.

Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Mezo, H. L., Mehl, A., ve Nguyen, M. (2020). "Patterns in Invoicing Currency in Global Trade". International Monetary Fund, Working Paper No. 20/126.

Cavallino, P., ve Sandri, D. (2019). "The Expansionary Lower Bound: Contractionary Monetary Easing and the Trilemma₂". BIS Working Paper No: 770.

Rey, H. (2016). International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma, *IMF Economic Review*, 64(1), 6-35.