

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI KAPSAMINDA FİNANSAL İSTİKRAR: TEORİK BİR İNCELEME

Ayşegül Ladin Sümer¹

ÖZET

Geleneksel olmayan para politikası araçları, en uygun borçlanma maliyetinde kredi arzını yönetir. Özellikle, etkili alt sınırla birlikte uygulanan niceliksel genişleme, finansal varlıkların karşılığında piyasaya likidite sağlayarak kredi arzını destekler. Buna göre, niceliksel genişlemenin altında yatan ekonomik hipotezler seti, merkez bankası bilançosunun genişletilerek diğer finansal piyasa katılımcılarının bilançolarının dengelenmesi ve para tabanının dışsal olarak artırılmasını amaçlar. Bu süreç, tüm ekonomik birimlerin niceliksel genişlemeye kayıtsız kalmadığı varsayımına dayanır. Bu çalışmada, öncelikle 2008 küresel kriz sonrasında geliştirilen geleneksel olmayan para politikası ve varlık fiyatlandırması metodolojik olarak incelenmiştir. Sonrasında ise, geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla finansal piyasalar arasındaki ilişki portföy dengesi modeli çerçevesinde değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Etkili Alt Sınır, Niceliksel Genişleme, Varlık Fiyatlandırması.

FINANCIAL STABILITY UNDER THE UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY: A THEORETICAL INVESTIGATION

ABSTRACT

Unconventional monetary policy instruments manage the supply of loans at optimal borrowing costs. In particular, the quantitative easing implemented in conjunction with the effective lower limit promotes credit supply by providing liquidity to the market in return for financial assets. Accordingly, the set of economic hypotheses underlying the quantitative easing aims to balance the balance sheets of other financial market participants by extending the central bank balance sheet and to increase the monetary base externally. This process is based on the assumption that not all economic agents are indifferent to quantitative easing. In this study, firstly unconventional monetary policy and asset pricing developed after the 2008 global crisis are analyzed methodologically. Afterwards, the relationship between unconventional monetary policy instruments and financial markets is evaluated within the framework of portfolio balance model.

Keywords: Effective Lower Limit, Quantitative Easing, Asset Pricing.

¹ Doktora Öğrencisi, Adnan Menderes Üniversitesi, Nazilli İİBF, İktisat Bölümü, ladins_83@hotmail.com

1. GİRİŞ

2008 küresel kriz öncesinde, merkez bankalarının amacı, düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşmaktır. Bu doğrultuda, geleneksel para politikası kısa vadeli faiz oranını araç olarak kullanmıştır. Taylor (1993) kuralına atıfta bulunularak faiz oranının enflasyon sapması ve çıktı açığındaki değişikliklere birebir tepkisi esas alınmıştır.

Ancak, 2008 küresel kriz sonrası 1929'dan bu yana yaşanan en büyük küresel durgunluk merkez bankaları için zorlu bir dönemi başlatmıştır. Geleneksel para politikası enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanırken kredi kaynaklı varlık fiyat patlamalarının önüne geçememiştir (Bordo, 2017: 3). Finansal kriz olarak nitelendirilen bu durumun üstesinden gelmek için merkez bankaları finansal istikrara da odaklanmıştır. Bu amaçla, Tinbergen (1952) kuralı uyarınca N sayıda amaç için, en az N sayısı kadar araç kullanılması benimsenmiştir. Buna göre, merkez bankaları etkili alt sınır kapsamında niceliksel genişleme şeklinde geleneksel olmayan para politikası araçlarını tercih etmiştir.

Etkili alt sınırdaki para politikasının etkinliği merkez bankalarının kamu veya özel sektör tarafından ihraç edilen tahvil, bono gibi varlık alımlarıyla desteklenmiştir (Joyce vd., 2012: 275). Merkez bankalarının bilançoları genişletilerek finansal piyasalar ve aracılığının işleyişinin düzenlenmesi amaçlanmıştır. Finansal piyasalar ve aracılık ise şu üç ana nedenden dolayı işlevsizleşmiştir (Guerini vd., 2018: 4-5): İlki rasyonel koşullara ilişkin sorun yaşanmasıdır. Buna göre, piyasanın kötü bir denge üzerinde dahi koordine edilebileceğine inanılmasıdır. İkincisi, finansal kurumlara duyulan güvenin sarsılmasıdır. Üçüncüsü ise, durgunlukta da gözlenen varlık fiyat döngülerinin kendini güçlendirmesi ve borçlanma kısıtlamalarının artmasıdır.

Bu çerçevede, başta Amerikan Merkez Bankası (Federal Reserv System: FED), İngiltere Merkez Bankası (Bank of England: BoE) ve Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan: BoJ) aktif olarak niceliksel genişlemeyi uygulamıştır. İlk kez niceliksel genişleme, FED tarafından Kasım 2008'de hayata geçirilirken, Mart 2010'da sona ermiştir. Bunun ardından, FED Kasım 2010'da ikinci niceliksel genişlemeyi başlatmış, Eylül 2012'de üçüncü niceliksel genişlemeyle devam ederek finansal piyasalardaki kırılma hafifletmiştir.

Öte yandan, BoE 2009-2014 döneminde, BoJ ise 2010'dan itibaren büyük ölçekli varlık alım programlarından faydalanmıştır. Küresel kriz sonrasında, Yunanistan'ın karşılaştığı yüksek kamu borcu ve bütçe açığının hafife alınmasıyla başlayan borç krizi İtalya, İspanya ve Portekiz'de de ortaya çıkmıştır. Avrupa'da hızla yayılan bu borç krizine önlem olarak Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank: ECB) niceliksel genişlemeyi önerse de Almanya'nın euronun değersizleşeceği ve enflasyonun artacağı endişesiyle karşılaşılmıştır. Bu nedenle, ECB etkili alt sınırı uygulamasına karşın 2014 itibariyle varlık alımları yapmıştır.

Özetle, sıra dışı bu politika araçlarıyla en uygun borçlanma maliyeti sıfır ya da negatif olduğunda, likidite tuzağında bile kredi arzının yönetimi tasarlanmıştır. Likidite tuzağı, faizin düşebileceği en alt seviyeye düşmesine ve parasal genişlemenin olmasına rağmen halkın faiz oranının tekrar yükseleceği, varlık fiyatlarının ise düşeceği beklentisi olmasından dolayı parayı ellerinde tutmalarınıdır. Bu konuya ilişkin, likidite tuzağının tarihteki ilk büyük tanığı Japonya olmuştur. Öyle ki, BoJ 1990'lı yıllarda yaşanan durgunlukla mücadele etmek için sıfır alt sınır ve parasal genişleme yöntemlerini uygulamış, fakat halk tasarruf yapmaya devam etmiştir.

Niceliksel genişlemeyle, merkez bankaları varlık alımları karşılığında piyasaya likidite sağlayarak para tabanını dışsal olarak artıracaktır. Bu da kredi arzını destekleyecektir.

Bu çalışmanın amacı, sadece teorik temellere dayalı olarak etkili alt sınır kapsamında niceliksel genişlemenin finansal istikrara etkisini yorumlamaktır. Çalışmanın bundan sonraki kısmı beş bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde, geleneksel olmayan para politikasının, üçüncü bölümde finansal piyasaların teorik işleyişine yer verilmiştir. Dördüncü bölümde, niceliksel genişlemeyle finansal piyasalar arasındaki aktarım ilişkisi açıklanmıştır. Son bölümde ise, objektif bir bakış açısıyla geleneksel olmayan para politikası araçlarının finansal istikrar çerçevesinde değerlendirilmesi yapılmıştır.

2. ETKİLİ ALT SINIR VE NİCELİKSEL GENİŞLEME

Ekonomi literatüründe para politikasına yön veren Taylor (1993) kuralı şöyle tanımlanır (Clarida vd.; 2000, Rudebusch; 2001, Woodford; 2001, Orphanides; 2004):

$$i_t^* = i^* + \varphi_\pi(\pi_t - \pi^*) + \varphi_y(y_t - y^*) \quad (1)$$

Denklem 1'de, i_t^* ; hedeflenen kısa vadeli faiz oranını, π_t ; gerçekleşen enflasyon oranını, π^* ; hedeflenen enflasyon oranını, y_t ; gerçekleşen GSYH'yi, y^* ; potansiyel GSYH'yi, i^* ; arzu edilen faiz oranını, φ_π ; enflasyon tepki katsayısını, φ_y ; çıktı açığı tepki katsayısını temsil eder. φ_π ; gerçekleşen enflasyon oranının hedeflenen orandan sapmasını kısa vadeli faiz oranıyla ilişkilendirir. φ_π artıkça ya da azaldıkça enflasyona karşı duyarlılık artar ya da azalır. φ_y ise gerçekleşen GSYH'nin potansiyelden sapmasını kısa vadeli faiz oranıyla ilişkilendirir. φ_y artıkça ya da azaldıkça büyümeye karşı duyarlılık artar ya da azalır. $\varphi_\pi=0$ durumunda enflasyon; $\varphi_y=0$ olması durumunda da büyüme kısa vadeli faiz oranının belirlenmesinde etkili değildir.

Ayrıca, Taylor kuralına göre, $\dot{\pi} = \pi_t - \pi^*$ enflasyon sapmasıdır ve $\pi^* = \log(\pi^*)$ durağan durum enflasyon oranıdır. Çıktı açığı ise, $\dot{y} = y_t - y^*$ veya $\dot{y} = y_t - y_t^n$

olarak ifade edilir. $y^* = \log(y^*)$ durağan durum çıktı düzeyi, $y_t^n = \log(y_t^n)$ doğal çıktı düzeyidir (Boehm ve House, 2014: 2).

Taylor kuralından yola çıkılarak geleneksel olmayan para politikası kapsamında etkili alt sınır şu şekilde ifade edilir (Wu ve Zhang, 2018: 11):

$$i_t^* = p_t \quad (2)$$

Denklem 2’de etkili alt sınır $i_t^* < 0$ olmak üzere p_t ; politika faiz oranıdır ve $p_t = 0$ ’dır. Bunun yanında para politikası uygulamalarının M_t ile özetlendiği durum şöyledir:

$$M_T = \lambda i_t^* \quad (3)$$

Burada, λ ; etkili alt sınır sabitidir. $\lambda = 0$ ise $M_T = p_t = 0$ olacağından standart Yeni Keynesyen Model karşılık bulur. Bu modele göre, negatif faiz getirisi bulunan menkul kıymetler ekonomik birimler tarafından talep edilmediği için para menkul kıymetlerin bir alternatifidir. Bunu kısmen önlemeye yönelik olarak politika faiz oranıyla ilişkilendirilen özel faiz oranı şöyle geliştirilir (Wu ve Zhang, 2018: 13):

$$p_t^* = p_t + \dot{p}_t \quad (4)$$

Denklem 4’de, p_t^* ; özel faiz oranı, \dot{p}_t ; özel faiz oranıyla politika faiz oranı arasındaki farkı belirleyen risk primidir. Durağan durumda, para politikası uygulamaları p_t aracılığıyla gerçekleşir. Dolayısıyla, $\dot{p}_t = \dot{p}$ sabit olduğu için $p_t^* = p_t + \dot{p}$ elde edilir. Böylece, etkili alt sınırdaki niceliksel genişlemeyi daha fazla teşvik etmek için merkez bankalarına risk primini ayarlayabilecekleri özel faiz oranı belirleme imkanı sunulmuştur.

3. FİNANSAL PİYASALAR VE VARLIK FİYATLANDIRMASI

Finansal piyasalar, geniş varlık dizisiyle bugün ve gelecek dönem için ekonomik birimlere işlem yapma imkanı sunar. Bu amaçla bir varlığın değerine karar vermek ve riskten korunmak için varlık fiyatlandırması şöyle gerçekleştirilir (Farmer, 2012: 6):

$$q(s) = \sum_{\hat{s}} \{Q(s, \hat{s}) [q(\hat{s}) + d(\hat{s})]\} \quad (5)$$

Denklem 5’de, $q(s)$; varlığın maliyetini, $Q(s, \hat{s})$; çekirdek sermayeyi, $q(\hat{s})$; varlığı yeniden satma değerini ve $d(\hat{s})$; gelecek dönem için temettü ödemesini temsil eder. Buna göre, varlığın bugünkü maliyeti, çekirdek sermaye tarafından ağırlıklandırılmış tüm olası gelecek dönem getirilerine bağlıdır. Yalnız, daha karmaşık modeller değerlendirildiğinde, gelecek dönem tek bir değerden ziyade $[a, b]$ şeklinde belli bir

aralık ile gösterilir. Bu durumda, ilk argüman varlığın o andaki değeri, ikinci argüman ise varlığın bir değer kümesidir.

Merkez bankaları ise, varlıkların alınıp satılması suretiyle varlık fiyatlandırma sürecine müdahalesi şöyle yazılır (Farmer, 2012: 7):

$$1 = \sum_s \{Q(s, \hat{s}) (1 + i)\} \quad (6)$$

Burada, i ; kısa vadeli faiz oranı, $(1 + i)$; varlığın gelecek dönem getirisidir. Çekirdek sermayenin tersi alındığında;

$$(1 + i) = \frac{1}{\sum_s Q(s, \hat{s})} \quad (7)$$

Sonuç olarak, Denklem 7 merkez bankalarının varlık alım satım işlemleriyle şekillenen kısa vadeli faiz oranlarıyla çekirdek sermayeyi etkilediğine işaret eder. Eğer, merkez bankası kısa vadeli faiz oranını düşürürse çekirdek sermaye yani varlıkların fiyat toplamı artar.

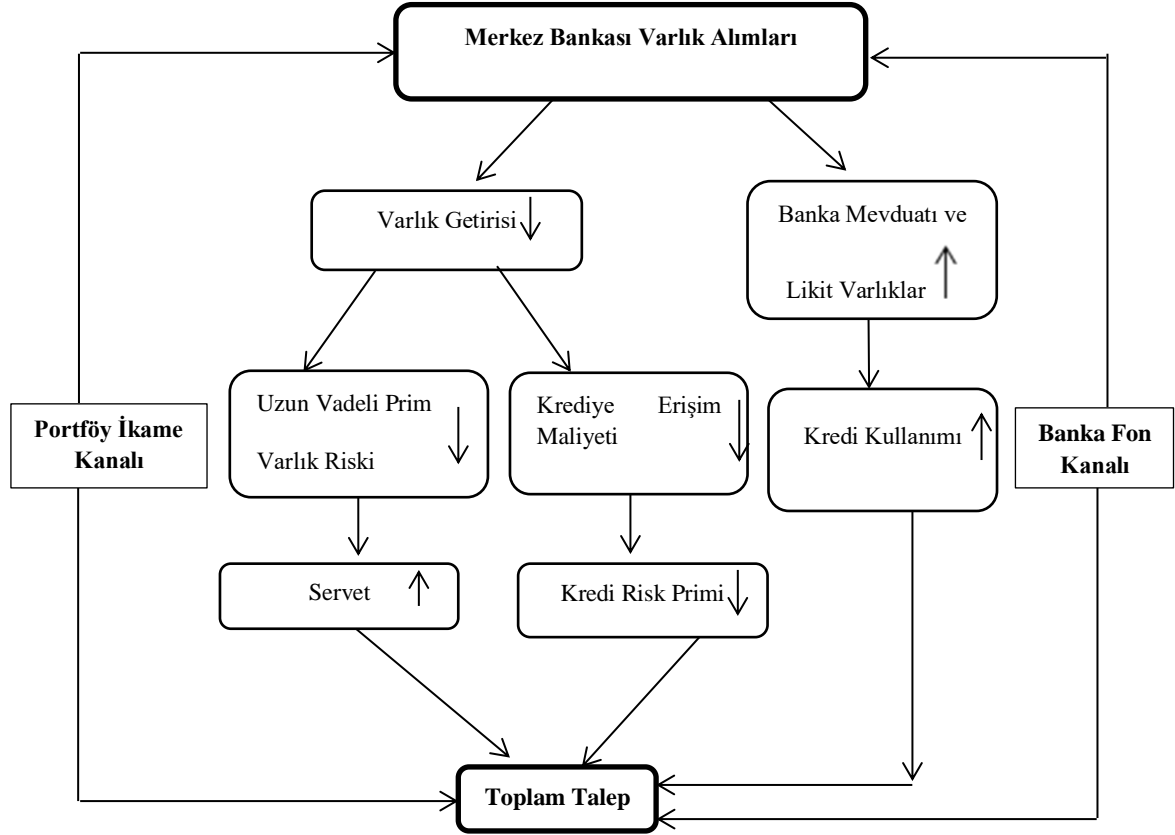
4. NİCELİKSEL GENİŞLEMENİN FİNANSAL AKTARIMI

Niceliksel genişlemeye karşı Curdia ve Woodford (2011), ekonomik birimlerin kayıtsız kalamayacağını belirtirken, niceliksel genişlemenin finansal piyasalar üzerindeki etkisi Miles (2011)'göre, portföy dengesi modelinin iki ana kanalıyla açıklanır. Bu kanallardan ilki, Şekil 1'de yer alan portföy ikame kanalı, diğeri ise banka fon kanalıdır.

Portföy ikame kanalında, varlıklar ve banka mevduatlarının birbirini tam ikame ettiği varsayılır. Bu nedenle, finansal varlıkların satışından elde edilen getirinin banka mevduatı olarak gerçekleşmesi beklenir. Sonuçta, ekonomi likidite tuzağında olacak ve ek para arzı varlıkların getirisinde düşüşe yol açmayacaktır. Çünkü varlık satışı banka mevduatlarıyla değiştirilirken bankalar merkez bankasında yüksek oranda rezerv bulunduracaktır.

Yalnız, tercih edilen ortam (habitat) yaklaşımı ve varlıkların vade riski, tam ikame durumunu engeller. Tercih edilen ortam (habitat) yaklaşımında, Modigliani ve Sutch (1966)'a göre, ekonomik birimlerin faiz bekleyişleri yanında farklı vadelerde tahvil tercihleri bulunduğu için, tahviller arasında kısmi ikame söz konusudur. Yani, ekonomik birimler portföylerindeki varlıkların vadelerini dikkate almadan uzun vadeli ve kısa vadeli varlıkları takas edebilir. Bunun aksine, varlıkların vade riskinde aynı dereceden vadelerin eşleştirilmesi önemlidir. Ancak, Nelson (1972)'a göre, ekonomik birimlerin bu bekleyiş ve tercihleri risk primi karşısında değişir. Bu ilişkinin temel belirleyicisi ekonomik birimlerin varlık arz ve talebidir.

Şekil 1. Niceliksel Genişlemenin Finansal Aktarım Mekanizması



Kaynak: Joyce vd., (2012) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

Öte yandan, Curdia ve Woodford (2011) ekonomik birimlerin varlık satışından elde ettiği getiriye harcaması ya da finansal piyasalarda toplanan ilave fonları yatırıma yönlendirmesiyle toplam talebin daha yüksek seviyede oluşacağını ileri sürmüştür. Dolayısıyla, yeni bir portföy dengeleme süreci başlar.

Banka fon kanalında ise, piyasaya yönelik kredi kısıtlamalarının önüne geçilir. Buna göre, merkez bankası bankalara ait varlıkları satın alır ve bankaların mevduatları merkez bankasındaki rezerv bakiyeleri kadar yükselir. Bu nedenle, bir bankanın rezervlerinin likidite talebini aşması durumunda kredi arzını genişletmesi ve toplam talebi artırması muhtemeldir.

Son olarak, merkez bankasının varlık alımları sonucu oluşturduğu fonların kısa vadeli toptan mevduat olarak bankalara yatırılması, bunların kısa vadede geri çekilme riskini artırır. Bu durumda, bankaların likidite ihtiyacındaki artış kredi arzını kısıtlar ve banka fon kanalının piyasadaki etkisinin zayıflamasına işaret eder.

5. SONUÇ

2008 yılında yaşanan finansal krizden kaynaklanan olumsuz şoklar, küresel finansal piyasalarda büyük boyutlu dalgalanmalara yol açmıştır. Böyle bir ekonomik

konjonktürde, merkez bankalarının enflasyonu kontrol altına almak için kullandıkları kısa vadeli faiz oranlarının, finansal krizin etkilerinin azaltılmasında yeterli olmadığı görülmüştür. Çünkü kısa vadeli faiz oranlarında keskin düşüşler yaşanmasına karşın, finansal piyasalara ilişkin kırılganlık devam etmiştir. Dolayısıyla, merkez bankaları farklı politika araçlarına ihtiyaç duymuş ve geleneksel olmayan para politikası araçlarını geliştirmiştir. Bu kapsamda, kısa vadeli faiz oranları için etkili alt sınıra başvurulmuştur.

Ancak, standart Yeni Keynesyen model varsayımı altında likidite tuzağına yol açan etkili alt sınır, merkez bankası büyüklüğündeki artış olarak nitelendirilen niceliksel genişlemeyle tamamlanmıştır.

Sonuç olarak, Taylor kuralı etrafında tasarlanan geleneksel olmayan para politikası, merkez bankası tarafından sınırsız miktarda yapılabilecek varlık alımları için ödeme yöntemleri oluşturma yeteneğinin kullanılmasını sağlamıştır.

KAYNAKLAR

- BOEHM, C.E. ve HOUSE, C.L. (2014). Optimal Taylor Rules in New Keynesian Models. *NBER Working Paper*, 20237, 1-39.
- CLARIDA, R., GALI, J. ve GERTLER, M. (2000). Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(1), 147-180.
- CURDIA V. ve WOODFORD, M. (2011). The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Policy'. *Journal of Monetary Economics*, 58, 54-79.
- FARMER, R.E.A. (2012). The Effect of Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules on Inflation Expectations: Theory and Evidence. *NBER Working Paper*, 18007, 1-23.
- GUERINI, M., LAMPBERTI, F. ve MAZZOCCHETTI, A. (2018). Unconventional Monetary Policy: Between the Past and Future of Monetary Economics. *ISG Working Paper*, 18007, 1-14.
- JOYCE, M., DAVID, M., SCOTT, A. ve VAYANOS, D. (2012). Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy. *The Economic Journal*, 122, 271-288.
- MILES, D. (2011). Monetary Policy and Financial Dislocation. *Royal Economic Society Lecture*. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2011/speech521.pdf> (last accessed: 23 July 2012).
- MODIGLIANI, F. ve SUTCH, R. (1966). Innovations in Interest Rate Policy. *The American Economic Review*, 56(1), 178-197.
- NELSON, C. (1972). *The Term Structure of Interest Rates*. New York: Basic Books.

- ORPHANIDES, A. (2004). Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View From the Trenches. *Journal of Money Credit and Banking*, 36(2), 151-175.
- RUDEBUSCH, G.D. (2001). Term Structures Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia. *Journal of Monetary Economics*, 49, 1161-1187.
- TAYLOR, J.B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214
- TINBERGEN, J. (1952). *On the Theory of Economic Policy*. Amsterdam: North-Holland Publishing Company.
- WOODFORD, M. (2001). The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy. *The American Economic Review*, 91(2), 232-237.
- WU, J., C. ve ZHANG, J. (2018). Global Effective Lower Bound and Unconventional Monetary Policy. *NBER Working Paper*, 24714, 1-46.