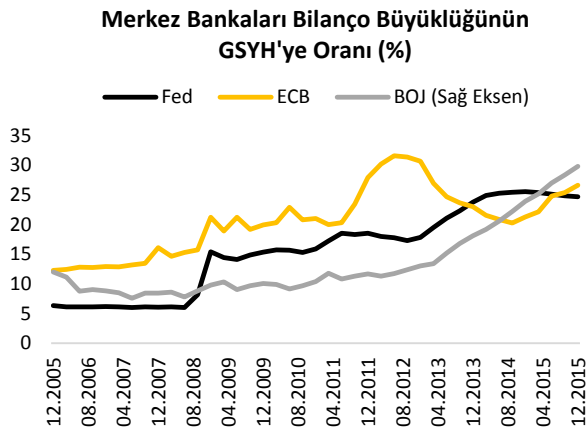
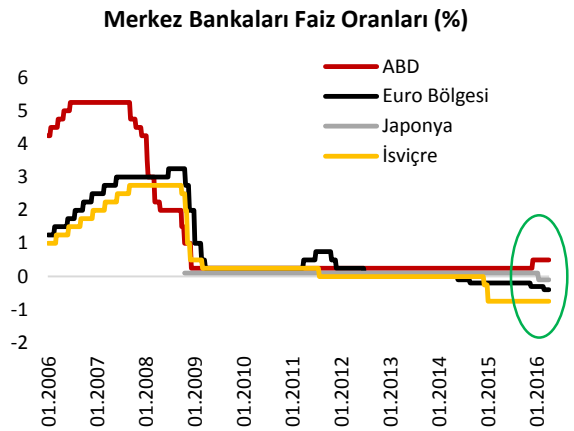


“Helikopter Para” Merkez Bankaları için Alternatif Olabilir mi?

Küresel krizin başlamasından bu yana yaklaşık dokuz yıl geçmiş olmasına ve geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçlarının bir arada kullanıldığı genişleyici para politikalarına rağmen küresel ekonomide hala belirgin bir iyileşme yaşanmadı. Üstüne üstlük Japonya ve Euro Bölgesi uygulanan negatif faiz oranlarına rağmen ekonomik yavaşlamanın yanı sıra deflasyonist risklerle de karşı karşıyalar. Uygulanan para politikalarının artık ilk zamanlardaki kadar etkili olmaması, ekonomiyi canlandırabilmek için yeni alternatifler aranmasına yol açtı. Son dönemde alternatif bir politika aracı olarak helikopter para sıklıkla dile getiriliyor. Bu haftaki raporumuzda helikopter para ile ilgili bir değerlendirmede bulunacağız.

Mevcut Para Politikalarının Etkinliği Azalıyor

Kaynak: Bloomberg, VakıfBank



Kaynak: Bloomberg

2007 sonunda başlayan Küresel Krizin etkileriyle başa çıkmak amacıyla başta ABD, Euro Bölgesi ve Japonya olmak üzere pek çok ülke merkez bankası genişleyici para politikası uygulamaya koydu. Krizin etkilerinin derin olması nedeniyle geleneksel para politikası araçları yeterli olmadı ve niceliksel genişleme (Quantitative Easing) gibi geleneksel olmayan para politikaları da uygulanmaya başlandı. Ancak 2007 yılından bu yana geçen dokuz yıllık süreçte özellikle gelişmiş ülkelerde belirgin bir iyileşme yaşanmadı. Düşük büyüme oranlarının yanı sıra ülkeler deflasyon riskiyle de karşı karşıya kaldı. Bu nedenle tahvil alım programlarının büyüklükleri artırılırken negatif faiz uygulamasına da başlandı. Normal şartlar altında gevşek para politikasının (düşük faiz oranları ve bol likidite) harcamaları artırarak büyümeyi desteklemesi ve harcamalar arttığı için enflasyonu yükseltmesi beklenir. Ancak Euro Bölgesi ve Japonya gibi ülkelerde ekonomide hala belirgin bir iyileşme olmadığı ve enflasyon oranlarının çok düşük seviyelerde seyretmeye devam ettiği görülüyor. Geçen süre içinde uygulanan her ilave para politikasının ekonomiye iyileştirici yöndeki etkisi azalırken, uzun süre uygulanmaları nedeniyle geleneksel olmayan para politikaları da geleneksel bir hal aldı. Ekonomide uzun süredir beklenen iyileşmenin yaşanmaması ve faiz oranlarının çok düşük hatta negatif seviyelerde olması, yeni bir resesyona girilmesi halinde uygulanabilecek para politikaları için alan kalmadığı endişelerini de beraberinde getirdi. Bu nedenle piyasalarda mevcut uygulamalara alternatif araçlar tartışılmaya başlandı. Bunlardan biri de helikopter para olarak dikkat çekiyor.

Helikopter Para Nedir?

Helikopter para ilk kez Nobel ödüllü Amerikalı iktisatçı Milton Friedman tarafından 1969 yılında ortaya atıldı. Friedman'ın "bir helikopter geldiğini ve gökten 1,000 dolarlık banknotlar saçmaya başladığını farz edin." cümlesiyle açıkladığı politika, deflasyonist bir ortamda merkez bankalarının hükümet teşviklerini ve harcama programlarını doğrudan finanse etmesi olarak tanımlanabilir. Aslında söz konusu politikanın ismi "Para ile Finanse Edilen Maliye Politikası", ancak Friedman'ın örneğinin ardından program "Helikopter Para" olarak anılmaya başlandı. Friedman, insanların gökten saçılan ve bir defalığına dağıtılan bu paraları harcayacağını ve de bunun sonucunda da iç talebin canlanmasıyla kısa sürede enflasyonun artacağına inanıyordu. Helikopter para terimi daha sonra ise 2003 yılında dönemin Fed Başkanı Ben Bernanke tarafından dile getirildi. Açıklamaları ile "helikopter Ben" lakabını bile alan Bernanke, helikopter para uygulamasının bir defalık doğrudan para transferi şeklinde yapılmasındansa vergi indirimi şeklinde de yapılabileceğini belirterek tartışmalara yeni bir boyut kazandırdı.

Doğrudan transferler ya da vergi indirimi yapılarak piyasanın paraya boğulması şeklinde tanımlayabileceğimiz helikopter paranın geleneksel iktisat politikalarından farklı olduğunu söyleyebiliriz. İktisat politikaları geleneksel olarak para ve maliye politikaları şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Ekonomide para arzının kontrol altında tutularak, büyüme, enflasyon ve istihdam gibi belirli makroekonomik göstergelerin açık piyasa işlemleri, döviz işlemleri ve zorunlu karşılık oranları gibi para piyasası araçları ile kontrol altında tutulmasını sağlayan para politikası merkez bankası tarafından yürütülmektedir. Devletin kamu harcamaları ve vergiler gibi maliye politikası araçlarını kullanarak istihdam, ücretler ve gelir dağılımını kontrol altında tuttuğu maliye politikasını ise hükümet adına Maliye Bakanlığı ve onunla birlikte Hazine, Ekonomi Bakanlığı, Gümrük Bakanlığı gibi idareler yürütür. Helikopter para politikası ise merkez bankasının parasını devlet tahvili olarak kullanmasındansa doğrudan doğruya halka dağıtmasını sağladığı için geleneksel para politikalarından ayrılıyor. Bunun yanı sıra, hükümetin uyguladığı teşvik ve harcama programlarının hükümete borç olarak yazılmasındansa merkez bankası tarafından para basılarak karşılanmasını sağladığı için vergi kesintilerini içeren geleneksel maliye politikalarından da ayrılıyor.

Helikopter para için ise hem para hem de maliye politikalarının bir arada yürütülmesi gerekmektedir. Söz konusu politikanın uygulanabilmesi için para politikasını kontrol eden merkez bankası ile maliye politikasını kontrol eden hükümet işbirliği içerisinde olmalıdır. Para politikasını uygularken hükümete danışması gerekmeyen ve bu konuda bağımsız olan merkez bankalarının helikopter parayı uygularken hükümetle işbirliği içerisinde olması merkez bankalarının bağımsızlığı konusunda soru işaretleri yaratmaktadır. Bazı iktisatçılara göre deflasyonist bir ortamda uygulandığında harcamaları ve talebi artırarak enflasyonu yükseltebilecek bir politika olan helikopter paranın enflasyonu birden ve aşırı miktarda yükseltmek gibi olumsuz yanları da söz konusu olabilir. Dünyada şimdiye kadar uygulanmamış olmasına ve uygulanması konusunda çeşitli belirsizlikler barındırmasına rağmen helikopter para, merkez bankalarının geleneksel para politikalarına alternatif yaratabilecek bir politika olarak karşımıza çıkıyor. Bu bağlamda, yazımızın geri kalanında, helikopter paranın avantajları ile dezavantajlarını ve niceliksel genişleme politikasından farklarını tartışacağız.

Helikopter Paranın avantaj ve dezavantajları nelerdir?

Helikopter paraya dair farklı görüşlerin olduğu görülüyor. Örneğin, Avrupa Merkez Bankası Yönetim Kurulu üyesi Peter Praet gerekli olması halinde merkez bankalarının bu adımı atabileceğini belirtirken, Almanya Merkez Bankası Başkanı Jens Weidmann helikopter paranın merkez bankasının bilançosunda büyük boşluklar yaratabileceğini ifade ediyor. Farklı görüşlerin olmasında, helikopter paranın avantajlarının yanı sıra dezavantajlarının da olması etkili oluyor.

Avantajlar	Dezavantajlar
Toplam talebin ve toplam harcamanın artırılmasında doğrudan etki	Merkez Bankasının bağımsızlığını ve güvenilirliğini sarsabilir ve Merkez Bankası bilançosunda açıklar yaratabilir
Merkez Bankalarının enflasyon hedeflemesine daha kısa sürede ulaşması	Hiperenflasyon tehlikesi
Geleneksel para politikaları etkinliğini kaybettiğinde ve kamu borcu yüksek olduğunda uygulanabilme	Para ve maliye politika yapımcılarının bir arada çalışmasının zorluğu
Gelecekte vergi yükü yaratmayacak olması	

Helikopter Paranın Avantajları:

Doğrudan etki: Helikopter para vergi kesintisi ve kamu harcamaları yoluyla doğrudan hanehalkına ulaşacaktır. Bu durum hanehalkı gelirinin artmasını ve dolayısıyla tüketimi artıracaktır. Özellikle helikopter paranın geliri düşük kesimlere aktarılması doğrudan tüketimi artırıcı etkide bulunacaktır. Artan yurtiçi tüketim ekonomide canlanma yaşanmasını sağlarken ekonomik büyümeyi ve enflasyonu da artıracaktır.

Gelecekte vergi yükü yaratmayacak olması: Geleneksel maliye politikaları borçla finanse edildiği için gevşek para politikası esnasında yapılan vergi indirimleri, sonrasında bireyler üzerinde vergi yükü yaratır. Ancak helikopter para, para basılarak finanse edileceği için bireyler üzerinde fazladan vergi yükü oluşturmayacaktır.

Enflasyon hedeflemesine kısa sürede ulaşılabilecek olması: Helikopter paranın hanehalkları tüketimi üzerinde doğrudan etkili olacak olması Merkez Bankalarının enflasyon hedeflemesine daha kısa sürede ulaşmasını mümkün kılacaktır. Para birimlerinin değersizleştirilerek enflasyon hedefine ulaşılması konusunda gevşeme adımları atılsa da bu adımların söz konusu beklentileri karşılamada zayıf kalmasının önümüzdeki dönemde helikopter para gibi geleneksel olmayan para politikası adımlarını gündeme getirmesi söz konusu olabilir.

Geleneksel para politikalarına alternatif: Geleneksel para politikalarının etkinliğinin azaldığı dönemlerde eğer kamu borcu çok yüksekse maliye politikası uygulamak da zor olacaktır. Ancak helikopter para, kamu borcunu artırmadığı için söz konusu dönemlerde iyi bir alternatif olabilir.

Helikopter Paranın Dezavantajları:

Merkez Bankasına ilişkin endişeler: Helikopter para politikası, merkez bankası tarafından basılan para doğrudan kamuya verileceği için merkez bankası ve hükümetin birlikte çalışmasını gerektiriyor. Bu durumun merkez bankası bağımsızlığını zedeleyebileceğine yönelik endişelerin yanı sıra yüksek miktardaki para basımının merkez bankası bilançosunda aktif pasif arasında dengesizliğe yol açması ve merkez bankalarının yükümlülüğünü artırması da olası riskler arasında yer alıyor.

Hiperenflasyon tehlikesi: Helikopter para bireylerin doğrudan kullanımına verilecek para olacağından dolayı düşük enflasyonla mücadele eden ülkelerde enflasyon hedefine daha hızlı ulaşılmasını sağlayacak. Ancak politikanın doğru miktarda uygulanmaması durumunda hiperenflasyon tehlikesi ortaya çıkabilir. Ayrıca bu risk politikanın enflasyonun zaten yüksek olduğu ülkelerde uygulanmasına da engel oluşturuyor. Öte yandan 80'li yıllarda ABD başta olmak üzere merkez bankalarının yüksek enflasyonla mücadelesi olumlu sonuçlandı ve o tarihten sonra enflasyon bir daha yüksek seviyelere çıkmadı ve merkez bankalarının güvenilirliğini artırdı. Ancak helikopter para kullanımı sonucu hiperenflasyon tehlikesinin oluşması, merkez bankalarının kredibilitesine de zarar verebilecektir. Ayrıca yapılan çalışmalar enflasyonla gelişmiş ülke merkez bankası bağımsızlığı arasında negatif ilişkinin var olduğunu ortaya koyuyor. Bunun anlamı, merkez bankası bağımsızlığı azalırken enflasyonun artıyor olması. Helikopter para politikası merkez bankasının bağımsızlığını zedeler ve aşırı uygulanırsa, bu durum hiperenflasyon tehlikesini artırabilir.

Helikopter Paranın parasal genişleme (QE)'den ayrıldığı noktalar neler?

Helikopter para uygulaması varlık alım programı ile genişletici maliye politikasının kombinasyonu gibi görünse de varlık alım programı ile helikopter para arasında bazı farklar bulunuyor:

Helikopter Para (Helicopter Money)	Parasal Genişleme (Quantitative Easing-QE)
<ul style="list-style-type: none">• Bir defa uygulanıyor.	<ul style="list-style-type: none">• Belirli bir dönemi kapsayarak birden fazla defa uygulanıyor.
<ul style="list-style-type: none">• Tüketici ve hanehalkı kesimine doğrudan olarak etki ediyor.	<ul style="list-style-type: none">• Tüketici ve hanehalkı kesimine dolaylı yolla yani bankalar veya finansal kuruluşlar aracılığıyla etki ediyor.
<ul style="list-style-type: none">• Para basılarak uygulandığından piyasaya arz edilen para miktarının geri çekilmesi zordur.	<ul style="list-style-type: none">• Merkez Bankası tarafından geri satılmak amaçlı tahvil alımı şeklinde olması piyasaya sürülen paranın geri çekilmesini daha kolay kılıyor.
<ul style="list-style-type: none">• Varlık balonu yaratma ihtimali daha düşük.	<ul style="list-style-type: none">• Varlık balonu yaratma ihtimali yüksek.
<ul style="list-style-type: none">• Fon transferi yapıldıkça bankaların merkez bankasındaki zorunlu karşılıkları azalacağından merkez bankalarının bilançolarında sadece pasif kısmı artış gösteriyor.	<ul style="list-style-type: none">• Merkez bankalarının hem aktif hem de pasif tarafları eş zamanlı artış gösteriyor.
<ul style="list-style-type: none">• Piyasaya arz edilen paranın ekonomide kalıcı etki yaratacağına inanılıyor.	<ul style="list-style-type: none">• Piyasaya arz edilen paranın ekonomide geçici etki yaratacağına inanılıyor.

Sonuç olarak; “Para ile Finanse Edilen Maliye Politikası” piyasada bilinen ismiyle “Helikopter Para” ilk olarak 1969 yılında ortaya atılmış olsa da özellikle maliye politikası yapımcılar ile para politikası yapımcılarının bir arada çalışmasını gerektirmesi gibi zorluklardan dolayı şimdiye kadar fazlaca uygulama alanı bulamamış. Ancak son dönemde para politikalarının etkisizleşmeye başlaması ve geleneksel olmayan para politikalarının da geleneksel bir hal aldığı düşünüldüğünde ekonomiyi canlandırmak için iyi bir alternatif olabilir gibi görünüyor. Özellikle Japonya ve Euro Bölgesi’nde negatif faiz uygulamasına rağmen hala deflasyon riskinin olduğu göz önünde bulundurulduğunda önümüzdeki günlerde bu ülkelerde helikopter para politikası uygulaması görülebilir. Japonya gitgide helikopter para politikasına yaklaşıyor görünmesine rağmen, Euro Bölgesi’nin çok devletli yapısı bu politikanın uygulanması için büyük bir engel oluşturuyor. Euro Bölgesi’nde para politikası Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından tek bir merkez bankası çatısı altında kontrol ediliyor. Ancak maliye politikası Euro Bölgesi’ne üye olan 19 farklı ülkenin kendilerine ait hükümetleri tarafından kontrol ediliyor. Enflasyonun yükselmesine alternatif bir çözüm olabilecek olmasına rağmen para ve maliye politikalarının uyumlu bir şekilde uygulanmasını gerektiren helikopter paranın bu koşullar altında uygulanması şimdilik oldukça zor görünüyor. Nitekim, ECB Başkanı Mario Draghi geçtiğimiz hafta yapılan ECB toplantısının ardından helikopter para seçeneğinin gündemde olmadığını söyledi. Fakat Euro Bölgesi’nde parasal genişlemeye rağmen enflasyonun istenen düzeylere gelememesi nedeniyle helikopter para alternatif bir seçenek olarak gündeme gelmeye devam edecektir.

Haftalık Veri Takvimi (25 Nisan-29 Nisan 2016)

Tarih	Ülke	Açıklanacak Veri	Önceki	Beklenti	
25.04.2016	Türkiye	Reel Sektör Güven Endeksi (Nisan)	106.0	110.1 (açıklandı)	
		Kapasite Kullanım Oranı (Nisan)	%74.3	%75.3 (açıklandı)	
	ABD	Yeni Konut Satışları (Mart, a-a)	%2.0	%2.0	
		Dallas Fed İmalat Endeksi (Nisan)	-13.6	-9.0	
	Almanya	IFO İş Dünyası Güven Endeksi (Nisan)	106.7	107.0	
26.04.2016	Türkiye	TCMB Enflasyon Raporu (2016 - II)	--	--	
	ABD	Dayanıklı Mal Siparişleri (Mart, öncül)	-%3.0	%1.9	
		Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi (Şubat)	182.56	182.83	
		Hizmet PMI (Nisan, öncül)	51.3	52.0	
		Tüketici Güven Endeksi (Nisan)	96.2	96.0	
	Richmond Fed İmalat Endeksi (Nisan)	22	12		
27.04.2016	ABD	Merkez Bankası (FED) Toplantısı ve Faiz Kararı	--	--	
		Bekleyen Konut Satışları (Mart, a-a)	%3.5	%0.5	
	Euro Bölgesi	M3 Para Arzı (Mart, y-y)	%5.0	%5.0	
	Almanya	Tüketici Güven Endeksi (Mayıs)	9.4	9.4	
	Fransa	Tüketici Güven Endeksi (Nisan)	94	95	
	İtalya	Tüketici Güven Endeksi (Nisan)	114.8	115.0	
	İngiltere	GSYH (1.çeyrek, y-y)	%2.1	%2.0	
	28.04.2016	Türkiye	Konut Fiyat Endeksi (Şubat)	202.32	--
		ABD	Haftalık İşsizlik Maaşı Başvuruları	247 Bin Kişi	260 Bin Kişi
	GSYH (1.çeyrek, ç-ç)		%1.4	%0.6	
Çekirdek Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (1.çeyrek, ç-ç)	%1.3		%1.9		
Kansas Fed İmalat Endeksi (Nisan)	-6		--		
Euro Bölgesi	Tüketici Güveni (Nisan)		-9.3	-9.3	
Almanya	İşsizlik Oranı (Nisan)		%6.2	%6.2	
	TÜFE (Nisan, y-y, öncül)		%0.1	%0.0	
Japonya	İşsizlik Oranı (Mart)		%3.3	%3.3	
	TÜFE (Mart, y-y)		%0.3	%0.0	
	Perakende Satışlar (Mart, a-a)		-%2.3	%0.5	
	Sanayi Üretimi (Mart, a-a, öncül)	-%5.2	%2.8		
	Merkez Bankası (BOJ) Toplantısı ve Faiz Kararı	--	--		
29.04.2016	Türkiye	Dış Ticaret Dengesi (Mart)	-3.17 Milyar Dolar	--	
	ABD	Kişisel Tüketim Harcamaları Endeksi (Mart, y-y)	%1.7	%1.5	
		Chicago Fed Aktivite Endeksi (Nisan)	53.6	52.6	
		Michigan Ün. Tük. Güven Endeksi (Nisan)	89.7	90.0	
	Euro Bölgesi	İşsizlik Oranı (Mart)	%10.3	%10.3	
		TÜFE (Nisan, y-y, öncül)	--	%0.0	
		GSYH (1.çeyrek, y-y)	%1.6	%1.4	
	Almanya	Perakende Satışlar (Mart, a-a)	-%0.3	%0.4	
	Fransa	GSYH (1.çeyrek, y-y)	%1.4	%1.0	
		TÜFE (Nisan, y-y, öncül)	-%0.1	-%0.1	
		ÜFE (Mart, y-y)	-%4.1	--	
	İtalya	İşsizlik Oranı (Mart, öncül)	%11.7	%11.7	
		TÜFE (Nisan, y-y, öncül)	-%0.2	-%0.1	
		ÜFE (Mart, y-y)	-%4.1	--	
	İngiltere	Tüketici Güveni (Nisan)	0	-1	
M4 Para Arzı (Mart, y-y)		%2.0	--		