

Para Teorisi ve Politikası

Ders Notları

A. YASEMIN YALTA



T Ü R K İ Y E
B İ L İ M L E R
A K A D E M İ S İ



U L U S A L A Ç I K D E R S
M A L Z E M E L E R İ
K O N S O R S İ Y U M U

TÜRKİYE BİLİMLER AKADEMİSİ
AÇIK DERS MALZEMELERİ PROJESİ
SÜRÜM 1.1 (NİSAN 2020)

İçindekiler

1	Paranın Tanımı ve İşlevleri	1
1.1	Para Tanımı	1
1.2	Para Sistemleri (Para Standartları)	2
1.2.1	Mal- Para Standardı	2
1.2.2	Temsili Para Sistemi	5
1.2.3	Kâğıt Para Sistemi	5
1.2.4	Banka Parası Sistemi	5
1.3	Para Arzı Tanımları	6
1.4	TCMB Para Arzı Tanımları	7
1.5	Merkez Bankacılığı	9
1.6	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası	9
1.6.1	TCMB'nin Temel Görevleri	9
1.6.2	TCMB'nin Temel Yetkileri	10
1.6.3	TCMB'nin Başlıca Müşavirlik Görevleri	10
1.6.4	TCMB'nin Organları ve Teşkilatı	11
2	Faiz Oranları	14
2.1	Bugünkü Değer Kavramı (Present Discounted Value)	14
2.2	Tahvil Fiyatlaması	15

2.2.1	Tahvilin Fiyatı ve Faiz Oranları Arasındaki İlişki	16
2.2.2	Tahvil Çeşitleri	17
2.2.3	Getiri ve Vadeye Kadar Getiri Arasındaki Fark	20
2.2.4	Vadenin Önemi	21
2.2.5	Tahvil fiyatlaması ile ilgili örnekler	23
2.3	Nominal ve Reel Faiz Oranları	24
3	Faiz Teorileri	28
3.1	Varlık Talebi Teorisi	28
3.2	Ödünç Verilebilen Fonlar Piyasası	37
3.3	Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi	39
3.4	Faizlerin Risk ve Vade Yapısı	43
3.4.1	Faizlerin Risk Yapısı	44
3.4.2	Faizlerin Vade Yapısı	45
4	Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar	50
4.1	Finansal Piyasalar	50
4.1.1	Para ve Sermaye Piyasaları	51
4.1.2	Birincil ve İkincil Piyasalar	52
4.1.3	Organize ve Organize Olmayan Piyasalar	53
4.2	Finansal Aracılık ve Finansal Kurumlar	57
4.3	Finansal Piyasaların Küreselleşmesi	60
5	Para Arzı Süreci	64
5.1	Ticari Banka ve Merkez Bankası Bilançoları	65
5.1.1	Bankaların Kaydi Para Yaratması	66
5.1.2	Bankacılık Sisteminin Kaydi Para Yaratması	69

5.1.3	Kaydi Para Çarpanı (Mevduat Çarpanı)	72
5.2	Para Arzı ve Para Tabanı	74
5.2.1	Para Tabanı	74
5.3	Merkez Bankası Para Arzını Nasıl Kontrol Eder?	74
5.3.1	Açık Piyasa İşlemleri	75
5.3.2	Reeskont Kredileri	78
5.3.3	Zorunlu Karşılık Oranı	79
5.4	Para Çarpanı	80
5.5	Para Çarpanının Belirleyicileri	84
5.6	Para Arzının Dışsallığı-İçselliği Tartışması	86
6	Para Politikası	88
6.1	Para Politikasının Amaçları	88
6.2	Para Politikası Araçları	89
6.2.1	Para Politikasının Genel Araçları	89
6.2.2	Para Politikasının Özel Araçları	93
6.3	Merkez Bankalarının Döviz Kuru Politikası Araçları	94
6.4	Ara Hedefler	95
6.4.1	Merkez Bankası Ara Hedefleri Nasıl Seçer?	95
7	Para Talebi	100
7.1	Klasik İktisat ve Paranın Miktar Teorisi	100
7.1.1	Değişim Denklemi ve Fisher' in Miktar Teorisi	101
7.1.2	Miktar Teorisi ve Cambridge Yaklaşımı	102
7.1.3	Keynesci Para Talebi Teorisi	103
7.1.4	Friedman'ın Miktar Teorisi	108

7.2	Para Talebinin Önemi	110
8	IS-LM Modeli	112
8.1	IS-LM Modeli ve Ekonominin Kısa Dönem Dengesi	112
8.1.1	IS Eğrisini Kaydıran Faktörler	114
8.1.2	LM Eğrisini Kaydıran Faktörler	116
8.1.3	Para ve Maliye Politikaları	116
8.1.4	Merkez Bankasının Ara Hedefleri Seçmesi	119
8.2	Uzun Dönemde IS-LM Modeli	122
8.2.1	Uzun Dönemde Para ve Maliye Politikaları	123
8.3	AD-AS Modeli	126
8.4	Uzun Dönem AD-AS Modeli	129
8.5	Uzun Dönem AD-AS Modeli ve Para ve Maliye Politikalarının Et- kinliği	131
9	Para ve Ekonomik Aktiviteler	134
9.1	Para, Ekonomik Aktiviteler, Ampirik Bulgular	134
9.1.1	Yapısalcı ve İndirgenmiş Modeller	134
9.1.2	Paranın Önemi İle İlgili Keynesci Bulgular	136
9.1.3	Paranın Önemi İle İlgili Keynesci Bulgulara Monetaristler Tarafından Yapılan Eleştiriler	136
9.1.4	Paranın Önemi İle İlgili Monetarist Bulgular	137
9.2	Parasal Aktarım Mekanizmaları	139
9.3	Parasal Aktarım Mekanizmalarının Nasıl Çalıştığı İle İlgili Örnekler	142
10	Para ve Enflasyon	145
10.1	Enflasyon: Tanımı, Ölçülmesi, Maliyeti	145

10.1.1	Enflasyonun Ölçülmesi	145
10.1.2	Enflasyonun Maliyetleri	147
10.2	Para ve Enflasyon İlişkisi	150
10.2.1	Enflasyonun Sebepleri	150
10.3	Enflasyonist Politikaların Sebepleri	153
10.3.1	Yüksek İstihdam Hedefi ve Enflasyon	153
10.3.2	Bütçe Açığı ve Enflasyon	155
10.3.3	Senyoraj Geliri ve Enflasyon	156
10.4	Türkiye’de Enflasyon	157
10.5	Aktivist Politikalar, Aktivist Olmayan Politikalar ve Enflasyon	158
11	Rasyonel Beklentiler Teorisi	163
11.1	Ekonomide Beklentilerin Önemi	163
11.2	Etkin Piyasalar Hipotezi	165
11.2.1	Etkin Piyasalar Hipotezinin Test Edilmesi: Ampirik Bulgular	166
11.3	Rasyonel Beklentiler Teorisinin Politika Yansımaları	167
11.3.1	Yeni Klasik Görüş	167
11.3.2	Yeni Keynesci Görüş	168
12	Rasyonel Beklentiler Teorisinin Politika Yansımaları ve Enflasyonla Mücadele	171
12.1	Yeni Klasik Modelde Genişletici Para Politikasının Etkinliği	171
12.2	Yeni Keynesci Modelde Genişletici Para Politikasının Etkinliği	175
12.3	Enflasyonla Mücadele	178
12.3.1	Yeni Klasik Modelde Enflasyonla Mücadele	178
12.3.2	Yeni Keynesci Modelde Enflasyonla Mücadele	180

13 Döviz Kurunun Belirlenmesi	185
13.1 Döviz Piyasası	185
13.1.1 Döviz Kuru	186
13.1.2 Döviz Kuru Çeşitleri	187
13.2 Uzun Dönemde Döviz Kurlarının Belirlenmesi	188
13.2.1 Tek Fiyat Kanunu	188
13.2.2 Satın Alma Gücü Paritesi	189
13.3 Döviz Kurlarının Diğer Belirleyicileri	190
13.4 Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Portföy Yaklaşımı	191
13.4.1 Faiz Paritesi Koşulu	192
13.5 Döviz Kurundaki Değişiklikler	193
14 Para Politikası Rejimleri	197
14.1 Döviz Kuru Hedeflemesi	197
14.1.1 Döviz Kuru Hedeflemesi ve Türkiye Uygulaması	200
14.2 Parasal Hedefleme	200
14.2.1 Parasal Hedefleme ve Türkiye Uygulaması	201
14.3 Enflasyon Hedeflemesi	201
14.3.1 Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı	202
14.3.2 Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Açık Enflasyon Hedeflemesi	203
14.3.3 Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Uygulaması	204
14.3.4 Merkez Bankasının Bağımsızlığı	205
14.4 Türkiye’de 1980-2010 Dönemleri Arasında Para Politikası Uygula- maları	207
14.4.1 1980-1989 Döneminde Para Politikası	207
14.4.2 1989-1994 Döneminde Para Politikası	208

14.4.3	1996-2000 Döneminde Para Politikası	209
14.4.4	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Para Politikası	209

Önsöz

Öğrencilerin arasınnav ve dönem sonu sınavı zamanlarında telaşlı bir şekilde arkadaşlarından veya ders hocalarından “ders notları” aradıklarına çoğu zaman şahit olmuşuzdur. Belli bir dersin halihazırda çok kaliteli bir ders kitabı olsa bile tüm konuları okumaya zamanının yetmeyeceğini düşünen ya da sayısız formül, grafik ve kuramlar içeren ders kitabında hangi konulara ağırlık vermesi gerektiğinden emin olamayan öğrenciler için ders notları hayat kurtarıcıdır.

Bu noktadan hareketle, 2008 yılından bu yana Hacettepe Üniversitesi İktisat Bölümü’nde verdiğim Para Teorisi ve Politikası ders notlarını Türkiye Bilimler Akademisi’nin Açık Ders Malzemeleri Projesi kapsamında herkesin erişimine açmaya karar verdim. Buradaki temel hedefim, öğrencilerin konuları daha kolay anlayabilmelerini sağlayacak temel bilgileri kısa ve öz bir şekilde sunmaktır. Bu amaçla, kitaplarda yer alan her bir ayrıntıya girmedim ve konuları genel şekliyle ele almaya çalıştım. Ancak, konular hakkında ayrıntılı bilgi sahibi olmak isteyenler için her konunun sonunda bir okuma listesi vermeye de özellikle dikkat ettim.

Ülkemizde birçok bilimsel alanda Türkçe eserlerin sayısı az iken, söz konusu Para Teorisi ve Politikası olduğunda oldukça çok sayıda kaliteli kitaba ulaşmak mümkündür. Bu nedenle bu ders notları hiçbir şekilde bu ders kitaplarına ikame olarak düşünülmemelidir. Aksine, burada sunulan ders malzemeleri ders kitaplarından biriyle kullanılmalı ve bir tamamlayıcı kaynak olarak düşünülmemelidir.

Ders notları öncelikle finansal piyasalar hakkında bilgi vermekte daha sonra da faiz teorilerinden ve faizlerin nasıl hesaplandığından bahsetmektedir. Para tanımları ve TCMB’nin görev ve yetkileri açıklandıktan sonra para arzının belirleyicileri ve kaydı para yaratma süreci ele alınmaktadır. Daha sonra, Merkez bankalarının para politikası araçları açıklanmakta ve ülkemizde TCMB’nin bu para politikası araçla-

rını nasıl kullandığından bahsedilmektedir. Dersin ikinci yarısında ise, para talebi ile ilgili teorik modeller sunulmakta, daha sonra makroekonomik büyüklükler ile para arzı arasındaki ilişkiden, enflasyonun sebeplerinden ve parasal aktarım mekanizmalarından söz edilmektedir.

Para Teorisi ve Politikası dersi ülkemizdeki birçok üniversitede tek dönemlik ders olarak okutulmakla birlikte, iki dönemde de verilebilmektedir. Bu notlar, tek dönemlik Para Teorisi ve Politikası dersi için hazırlanmıştır. Ders notlarının hazırlanmasında Frederick Mishkin'in "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets" adlı kitabı temel kaynak olarak kullanılmıştır. Ancak özellikle Türkiye'de para politikası uygulamalarından söz ederken diğer kitaplardan da yararlanılmıştır.

Ders notlarında gördüğünüz eksiklikleri, varsa yanlışları ya da düzeltmeleri vr eklenmesi gerektiğini düşündüğünüz konuları bana yyalta@hacettepe.edu.tr eposta adresimden bildirebilerseniz sevinirim. Böylece ders notları dinamik bir şekilde güncellenebilir.

Bu ders notlarının Para Teorisi ve Politikası dersini veren akademisyenlere, dersi alan öğrencilere ve bu konuda kendini geliştirmek isteyen herkese yararlı olmasını dilerim.

A. Yasemin Yalta

Ekim 2011

Bölüm 1

Paranın Tanımı ve İşlevleri

1.1 Para Tanımı

Para mal ve hizmetlerin satın alınmasında kullanılan genel kabul görmüş her şeye denir.

Paranın İşlevleri:

Paranın üç klasik işlevi vardır:

- Hesap Birimi: Mal ve hizmetlerin fiyatlarının belirlenmesinde, borçların değerlerinin belirlenmesinde, muhasebe işlemlerinde hesap birimi olarak kullanılır.
- Mübadele Aracı (Değişim Aracı): Mal ve hizmetlerin alım ve satımında kullanılır.

Özellikleri:

- Birim başına uygun fiyat
 - Bölünebilme
 - Kolay taşınabilme
 - Kolay taklit edilememe.
- Değer Saklama Aracı: Para, tasarruf amaçlı olarak da kullanılabilir. Ancak

paranın enflasyona karşı değer kaybetmesi başka varlıkların da değer saklama aracı olarak kullanılmasına neden olur. Altın, gayrimenkul vb. gibi.

Paranın bu temel işlevlerinden başka modern işlevleri de vardır:

- İktisadi faaliyetleri değiştirme Özelliği. Para mübadele aracı olarak kullanılacağı için, yatırımlar üretimi artırıcı etki yapar.
- Gelirleri Yeniden Dağıtma Özelliği
- Paranın Nüfuz Sağlama Aracı Olarak Kullanılması.

1.2 Para Sistemleri (Para Standartları)

Para sistemleri, paranın işleyişi ve niteliği ile ilgili kurallar bütünüdür. Para standartları, işlemlerin kurallara bağlı etkin bir şekilde gerçekleşmesini sağlamak amacıyla vardır.

Tarihte çok çeşitli para standartları kullanılmıştır. Bu bağlamda, mal-para sistemi, temsili para sistemi, kâğıt para sistemi ve banka parası sistemlerinden söz edebiliriz.

1.2.1 Mal- Para Standardı

Para olarak kullanılan bir nesnenin, ürünün mal olarak da değerinin olmasına mal-para sistemi denir. Mal-para sistemleri, tek-metal sistemi ve çift metal sistemi olarak ikiye ayrılır. Tek metal sisteminde sadece bir madenden üretilen paralar kullanılırken (altın veya gümüş), çift metal sisteminde altın ve gümüş ödemelerde birlikte kullanılabilir.

a) Çift Metal Para Sistemi

Çift metal sistemi 19. yüzyılın başında Fransa'da kullanılmaya başlanmış ve sonra başka ülkelerce de kullanılmıştır. Altın ve gümüşün birlikte kullanılmasının nedeni

altın stoklarının az olmasıdır. Burada amaç likidite sorununu ortadan kaldırmaktır. Bu sistemde hem altın, hem gümüş para stokunu belirler. Her iki madenden yapılan paralar arasında yasal bir oran belirlenir. Genelde küçük alışverişler için gümüş, büyük alışverişler için ise altın kullanılır. Bu sistemle ilgili önemli bir problem vardır. Bu sistem, değerli madenin piyasadan çekilmesine ve ülke dışına çıkarılmasına zemin hazırlar. Bu sistemin geçerli olduğu dönemde, altın daha az bulunduğu için daha değerli, gümüş daha çok olduğu için daha ucuzdu. Bunun sonucunda bireyler altınla işlem yapmak istemeyip, piyasada altının azalmasına neden oldular. Bu, Gresham yasası olarak adlandırılır.

Gresham Yasası

En basit ifadeyle kötü paranın iyi parayı tedavülden kaldırmasıdır. (Daha değersiz olan metalin (gümüş), değerli metali (altın) tedavülden kaldırması.) Gresham Yasasından dolayı çift metal sisteminin uygulanmasına karşı çıkanlar oldu. Ancak 19. yüzyılın başlarında altın standardını benimseyen ülkelerde ortaya çıkan likidite sorunu, altın taleplerinin karşılanamamasına neden oldu. Bu noktada Walras'ın Paraşüt Kuramı devreye girer.

Paraşüt Kuramı

Paraşüt kuramı, çift metal standardının kullanılması yoluyla iki madenden birinin arzındaki istikrarsızlığı yavaşlatmak için diğerinin paraşüt görevi yapmasıdır. Walras, para arzını tek bir madene bağlamanın piyasada istikrarsızlığa neden olacağını, bu nedenle çift metal sistemi kullanılması gerektiğini ileri sürdü. Ona göre altın stoğunda bir azalma olursa, gümüş kullanılmıyorsa, ekonomide sorun yaşanır, para arzı azalır daha az işlem yapılır ve üretim düşer. Bu nedenle çift metal sistemi kullanılarak altın stoğu düşük olduğunda para arzı gümüşle yeniden artırılabilir.

a) Tek Metal Para Sistemi

Tek metal para sisteminde gümüş veya altın standardı kullanılmıştır. Biz bu derste sadece altın standardından bahsedeceğiz.

Altın Standardı

Altın standardında, ülkedeki para arzı altın stoğu tarafından belirlenir. Ülkedeki bütün malların fiyatı yasalar tarafından altın cinsinden belirlenir.

Ülkeler altın standardını neden kullanır?

- Fiyat istikrarını sağlamak,
- Uluslararası fiyat dalgalanmalarını önlemek,
- Ticaret gelirlerinin adil dağılmasını sağlamak,
- Uluslararası ticareti kolaylaştırmak,
- Ödemeler dengesi krizi anında bu krizin çözümlenmesi için kullanılır.

Diyelim ki bir ülkede genel fiyat düzeyinde bir artış var, üretim maliyetlerinde de artış olur. Bu da altın üretmenin maliyetini artırır. Böylece altın stoku azalır, para arzı azalır ve fiyatlar düşer.

Fiyatlar genel düzeyi \uparrow \rightarrow üretim maliyetleri \uparrow \rightarrow altın üretim maliyeti \uparrow \rightarrow altın stoku (altın arzı) \downarrow \rightarrow para arzı \downarrow \rightarrow fiyatlar genel düzeyi \downarrow

Diyelim ki bir ülkede ödemeler dengesi açığı var. Bu ülkeden altın çıkışı olur ve altın stoğu azalır. Altın stoğu düşerse para arzı düşer, fiyatlar düşer ve ihracat artar. Bu ödemeler dengesi açığını kapatır ya da küçültür.

ödemeler dengesi açığı \uparrow \rightarrow altın arzı \downarrow \rightarrow para arzı \downarrow \rightarrow fiyatlar genel düzeyi \downarrow \rightarrow ihracat \uparrow \rightarrow ödemeler dengesi açığı \downarrow

Yukarda gösterdiğimiz mekanizmaya göre altın standardında ödemeler dengesi açığı otomatik olarak kapanacaktır.

Altın Standardının Çökmesinin Nedenleri

- Bazı ülkelerin oyunu kuralına göre oynamaması. Ödemeler dengesi fazlası olan ülkelerin, ödemeler dengesindeki bu fazlalığı devam ettirmek istemeleri, bunun için de para arzında artışa izin vermemeleri altın standardının çökmesinin nedenlerinden biridir.
- Bağımsız para politikası izlenememesi. I. Dünya savaşı nedeniyle, genişletici para politikası izlenmesi zorunluluğu ortaya çıktığı için altın standardı terk edilmiştir.

Altın standardı terk edilince bir çok ülkede enflasyon yükselmiş, ödemeler dengesi sorunları artmıştır.

1.2.2 Temsili Para Sistemi

Temsili paralar, gerektiğinde altın veya gümüşe çevrilebilecek ödeme araçlarıdır. Örneğin; altın ve gümüş karşılıklı banknotlar. Mal para sisteminin kullanıldığı dönemlerde insanlar altın ve gümüşlerini saklamaları için sarraflara emanet etmiş, karşılığında bunları temsil eden makbuzlar almış ve ödemelerinde bu makbuzları kullanmışlardır. Daha sonra altın karşılığı makbuz verme işini bankalar yapmaya başlamış ve bankaların altın karşılığı çıkardıkları kağıt paraya banknot adı verilmiştir. Ödemelerde altın veya gümüş yerine bu makbuzların kullanılması, dolaşımında para olarak kullanılan malın eskimesini önler, birçok malın para birimi olarak kullanılmasına olanak verir ve işlem kolaylığı sağlar. Bu sistemde, bankaların güvenilirlikleri ve gerektiği zaman banknotun değerli madenlere çevrilebilmesi önemlidir.

1.2.3 Kâğıt Para Sistemi

Kâğıt para sisteminde kâğıt para altına dönüştürülemez. Bu sistem, paranın tek elci üretimini gerektirir. Bu sisteme göre, paranın yapıldığı madenin önemi yoktur, önemli olan sözü edilen paranın fiyatıdır. Bu durumda, para kâğıttan da olabilir. Kağıdın mal olarak değeri neredeyse sıfırdır ancak bir mübadele aracı olarak kullanılması ve kanuni ödeme aracı olarak kabul edilmesi hükümet tarafından ilan edildiği için değerlidir.

1.2.4 Banka Parası Sistemi

Kağıt para sadece merkez bankaları tarafından üretilebilirken, ticari bankalar kaydi para üretebilirler. Kaydi para, üzerine yazılan çeklerle başkalarına transfer edilen hesap tutarlarını gösterir. Bu hesaplar genelde vadesiz mevduatlardır. Bugün bir çok kişinin bankalarda vadesiz mevduat hesapları vardır, faturalar, kredi kartları bu hesaplar üzerinden ödenebilir. Para transferleri yapılabilir. Kağıt paranın, çalınma riski

olduğu gibi büyük tutarlı işlemlerde taşınması da zordur. Kaydi para, kağıt paranın bu tür dezavantajlarını ortadan kaldırır.

1.3 Para Arzı Tanımları

Para tanımında hangi varlıklar üzerinde durmalıyız?

Teorik Tanımlar

Teorik tanımlar paranın bir değişim aracı olduğu üzerinde durur. Bu işlevi yerine getiren araçlar para arzı tanımına dahil edilir. Bu görüşe göre vadesiz mevduat, seyahat çekleri ve dolaşımdaki para dar anlamda para arzı tanımına dahil edilmektedir.

Ampirik Tanımlar

Paranın sadece değişim aracı olma özelliği üzerinde durmaz. Parayla açıklanmak istenen değişkenleri de dikkate alır. Hangi para arzı tanımı bu ekonomik faaliyetleri, bu değişkenleri açıklamakta yardımcı oluyorsa o değişkenin kullanılması gerektiğini ileri sürer. Kısacası ampirik tanımlar, para arzının açıklaması beklenen değişkenlerin hareketini tanımlayan araçların para arzı tanımına dahil edilmesi gerektiğini söyler.

Para Arzı Tanımları dörde ayrılır:

Klasik Görüş

Teorik tanımları baz alır ve parayı bir değişim aracı olarak görür. Bu nedenle değişim aracı olarak kullanılan her şey para arzı tanımına girer. Klasik görüşe göre dolaşımdaki para (nakit) artı vadesiz mevduat paradır.

$$M1 = \text{nakit (dolaşımdaki para)} + \text{vadesiz mevduat}$$

Nakit parayı hazinenin çıkardığı ufaklık paralarla, merkez bankasının bastığı kâğıt paralar oluşturur. Vadesiz mevduatlar, üzerine çek yazılabilen mevduat he-

saplarıdır. Vadesiz mevduat hesapları istenildiğinde nakde dönüştürülebilir ve bu hesaplar üzerinden üçüncü kişilere ödemeler yapılabilir.

Chicago Yaklaşımı

Friedman'ın başını çektiği bu yaklaşıma göre para arzı içinde vadesiz mevduat ve dolaşımdaki paraya ek olarak vadeli mevduat eklenir. Yani M2 para tanımını benimser. Friedman paranın ampirik tanımını dikkate alır.

$$M2 = \text{nakit (dolaşımdaki para)} + \text{vadesiz mevduat} + \text{vadeli mevduat}$$

M2 para tanımı, M1'e göre daha az likit olan para benzerlerini içerir. Vadeli mevduatlar, vadeye kadar beklenildiğinde belli bir faiz getirisi olan, vadeden önce bozdurulduğunda ise faiz kazancı bulunmayan hesaplardır.

Gurley-Shaw Yaklaşımı

Yatırım fonları ve repoyu da para arzı tanımına dahil eden bir yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre repo ve yatırım fonları vadesiz mevduat kadar likittir. Hatta vadeli mevduattan daha likittirler, bu nedenle para arzı tanımına dahil edilmeliler. Para arzını şu şekilde tanımlarlar:

$$\text{Para arzı} = \text{Dolaşımdaki para} + \text{vadesiz mevduat} + \text{vadeli mevduat} + \text{yatırım fonları} + \text{repo.}$$

Geniş Görüş

Bu tanımların hepsine krediyi yani kredi kartını da ekler.

1.4 TCMB Para Arzı Tanımları

TCMB'nin 2011 yılından itibaren kullandığı para arzı tanımları şöyledir:

$$M1 = \text{Dolaşımdaki Para (nakit)} + \text{Vadesiz Mevduat (TL)} + \text{Vadesiz Mevduat (YP-yabancı para)}$$

$M2 = M1 + \text{Vadeli mevduat (TL ve yabancı para)}$

$M3 = M2 + \text{Repo işlemlerinden sağlanan fonlar} + \text{Para Piyasası Fonları} + \text{İhraç edilen menkul Kıymetler}$

Para Arzı Aktörleri

Ekonomide para arzını belirleyen mercii merkez bankasıdır. Ancak, daha sonra kaydi para yaratma mekanizmasından söz ederken ayrıntılı olarak göreceğimiz gibi, mevduat bankaları kredi vererek ve mevduat toplayarak, mevduat sahipleri de tasarruflarını bankaya yatırarak para arzı sürecine katkıda bulunur. Bu durumda para arzı yaratma sürecinde dört aktör vardır.

- 1- Merkez Bankası
- 2- Mevduat Bankaları
- 3- Mevduat Sahipleri
- 4- Bankalardan Borçlananlar

1.5 Merkez Bankacılığı

Merkez bankası niteliğini taşıyan ilk banka, 1694 yılında kurulan İngiltere Bankası'dır. Bu bankadan sonra birçok Avrupa ülkesinde merkez bankası kurulmuştur. Daha önce emisyon hakkını elinde tutan özel sermayeli bankalar bu işlevlerini ve yetkilerini merkez bankalarına devretmişlerdir. Merkez bankalarının gelişmesi özellikle 20. yüzyılda başlamıştır. 1920 yılında Brüksel'de toplanan uluslararası maliye konferansında para ve kredi faaliyetlerini düzenlemek üzere birçok ülkede merkez bankalarının kurulmasına karar verilmiştir. Merkez bankalarının ekonomide çok önemli birtakım işlevleri vardır. Bunlar:

- Banknot ihracı,
- Paranın satın alma gücünün korunması,
- Banknotların fiziki kalitesinin korunması,
- Kaydi para yaratımında anahtar rol oynama,
- Devletin hesabını tutması,
- Devlete ödünç para vermesi,

1.6 Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 1715 sayılı yasa ile 15 Haziran 1930 yılında kurulmuştur. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın temel amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Para politikasını uygulamada tek başına yetkilidir ancak temel amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını da destekler.

1.6.1 TCMB'nin Temel Görevleri

- Açık piyasa işlemleri yapmak.

- Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve kur rejimini belirlemek.
- Zorunlu karşılıklar ve umumi dispo­nibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek.
- Reeskont ve avans işlemleri yapmak.
- Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- Ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak ve bunların kesintisiz işlemelerini sağlamak,
- Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak
- Mali piyasaları izlemektir.

1.6.2 TCMB'nin Temel Yetkileri

- Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit etmek, buna uyumlu olarak para politikasını belirlemek.
- Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmak, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemek ve uygulamak.
- Nihai kredi mercii olarak bankalara kredi vermek.
- Mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan ve diğer kuruluşlardan gerekli bilgileri istemek ve istatistiki bilgi toplamak.

1.6.3 TCMB'nin Başlıca Müşavirlik Görevleri

TCMB, hükümetin mali ve ekonomik müşaviri, mali ajanı ve haznedarıdır.

- Finansal sistemle ilgili olarak istenilecek hususlarda Hükümete görüş verir, bankalar ve uygun göreceği diğer mali kurumlar hakkındaki görüşlerini ve

tespitlerini Başbakanlık ile bu kurum ve kuruluşları düzenleme ve denetleme yetkisine sahip kuruluşlara bildirebilir.

- Kanunla ve mevzuatla kendisine verilen yetki ve görevlerle ilgili olarak düzenlemeler yapmaya, bu düzenlemelere tabi kurum ve kuruluşlar nezdinde bunlara uygun hareket edilip edilmediğini ve kendisine gönderilen bilgilerin doğru olup olmadığını denetlemeye görevli ve yetkilidir.

1.6.4 TCMB'nin Organları ve Teşkilatı

Genel Kurul

Bankanın pay sahipleri defterinde yazılı bulunan hissedarlar, Bankanın Genel Kurulunu teşkil ederler. Genel Kurul, her yıl Banka Esas Mukavelesi ile tespit edilen vakitte toplanır. Genel Kurula Başkan (Guvernör) başkanlık eder. Her on hisseye sahip olan veya bu miktar hisseyi temsil eden kimse bir oya maliktir.

Genel Kurul görev ve yetkileri:

- Banka Meclisi tarafından verilen yıllık rapor ile Denetleme Kurulu raporunun tetkiki;
- Bankanın bilanço, kar ve zarar hesabının tetkiki ile karara bağlanması;
- Banka Meclisi üyelerinin ve Denetleme Kurulunun ibrası;
- Sermayenin artırılması;
- Esas Mukavelede değişiklik yapılması;
- Bankanın tasfiyesi hakkında karar verilmesi.

Para Politikası Kurulu

Para Politikası Kurulu, Başkan (Guvernör)'ün başkanlığı altında, Başkan (Guvernör) Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan (Guvernör)'ün önerisi üzerine Cumhurbaşkanı onayı ile atanacak bir üyeden oluşur. Hazine ve Maliye Bakan Yardımcısı veya Bakanın belirleyeceği bir birim

amiri toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir. Başkanlık, Başkan (Governör) Yardımcılığı ve Banka Meclisi üyeliği görevi sona erenlerin Para Politikası Kurulu üyeliği de sona erer. Üyelerin para politikası konusunda çalışmalarının bulunması ve ekonomi, işletme, bankacılık ve finans alanlarından birinde akademik unvana sahip, görevi ile ilgili alanda en az 10 yıl çalışmış, yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması gerekir. TCMB başkanı, başkan yardımcıları ve Para Politikası Kurulu üyelerinin görev süreleri dört yıldır.

Para Politikası Kurulu'nun görevleri:

- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi
- Para politikası stratejisi çerçevesinde Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi
- Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi
- Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesi ile görevli ve yetkilidir.

Para Politikası Kurulu kararları, Başkan (Governör) tarafından yürütülür ve Banka Meclisinin bilgisine sunulur.

Not: TCMB'nin temel görevleri ve organizasyon yapısı hakkındaki bilgiler <https://www.tcmb.gov.tr> sitesinden alınmıştır.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009), Bölüm 3
- Aslan (2009), s.59-71
- Keyder (2008), s.235-242
- Parasız (2008), s.9-18
- Özatay (2011), s.307-320.

Bölüm 2

Faiz Oranları

Faiz oranlarındaki değişikliklerin ekonomide çok çeşitli etkileri olacağı için faiz oranları yakından takip edilmektedir. Faiz oranları tüketim, tasarruf, yatırım kararlarını etkilediği gibi merkez bankalarının para politikalarını yürütmelerinde de önemli bir rol oynar. Bu bölümde, önce bugünkü değer kavramından bahsedecek, sonra da tahvil fiyatlamasını açıklayacağız.

2.1 Bugünkü Değer Kavramı (Present Discounted Value)

Bugünkü değer kavramı, basit bir ifadeyle, bugünün 1TL'si ile gelecek bir dönemdeki 1TL'nin aynı değeri taşımadığını, bugünün 1TL'sinin daha önemli olduğunu vurgular. Bir sene sonra elde edilecek olan 1 TL ile, 5 sene sonra elde edilecek 1 TL karşılaştırılabilir rakamlar olmayabilir. Bu nedenle, gelecek dönemde elde edilecek her TL'ye indirim (iskonto) işlemi uygulayarak bugünkü değerini hesaplamalıyız. Bugünkü değer formülü aşağıdaki gibidir:

$$PDV = \frac{FV}{(1 + i)^n} \quad (2.1)$$

PDV , net bugünkü değer, FV gelecekteki değer, i faiz oranı ve n dönem anlamına gelir.

Basit Borçlarda Faiz Hesaplanması

Basit borçlarda faiz denklem (2.1)'i kullanarak aşağıdaki şekilde hesaplanır.

100 TL borç aldınız, 1 sene sonra 110 TL ödeyeceksiniz, faiz oranı ne kadardır?

$$100 = \frac{110}{(1+i)^1}, \quad i = \%10$$

olarak bulunur.

Sabit Ödemeli Borçlarda Faiz Hesaplanması

Sabit faizli ev, taşıt, tüketici kredilerinde kullanılır.

$$B = \frac{S}{(1+i)^1} + \dots + \frac{S}{(1+i)^n} \quad (2.2)$$

burada B borcun bugünkü değerini, S her dönemde yapılacak sabit ödeme miktarını, i faiz oranını ve n dönemi gösterir.

Örnek:

25 yıl için, her sene 126TL ödemek koşuluyla 1000TL borç aldınız. Bu borcun faizi ne kadar olur?

$$1000 = \frac{126}{(1+i)^1} + \dots + \frac{126}{(1+i)^{25}}$$

buradan $i = \%12$ olarak bulunur.

2.2 Tahvil Fiyatlaması

Tahvil, devlet, kamu kuruluşları ve anonim şirketlerin çıkardıkları, 1 yıl veya 1 yıldan daha uzun vadeli borç senedir. Borç senedi 1 yıldan kısa vadeli olursa bono adını alır.

Tahviller ile ilgili önemli tanımlar:

Nominal(itibari) Değer (Face Value)

Vade sonunda tahvili elinde bulunduran kişiye ödenecek olan değerdir.

Vade (Maturity):

Tahvili elinde bulundurana ödemenin yapılacağı zaman.

Kupon Oranı (Coupon Rate):

Tahviller için yapılan ara ödemeler. Kupon ödemeleri genelde senede bir veya iki kere yapılır.

Vadeye Kadar Getiri (Yield to Maturity):

Bir borç aracından elde edilen ödemelerin bugünkü değerini bugün geçerli olan piyasa değerine eşitleyen faiz oranıdır. Bir başka ifadeyle, tahvil vade sonuna kadar elde tutulursa yatırımcıya getireceği kazanç vadeye kadar getiri ile ifade edilebilir. İktisatçıların asıl olarak ilgilendikleri faiz oranı vadeye kadar getiridir.

Tahvilin bugünkü fiyatı ile tahvilin itibari fiyatı farklı kavramlardır. Tahvilin bugünkü fiyatı, piyasadaki koşullara, tahvil arz ve talebine bağlı olarak sürekli değişir. Tahvilin itibari fiyatı ise, tahvilin üzerinde yazan ve vade sonunda tahvili elinde bulundurana ödenecek olan fiyattır.

2.2.1 Tahvilin Fiyatı ve Faiz Oranları Arasındaki İlişki

İtibari değeri 1000TL olan bir yıllık bir tahvil ele alalım ve aşağıdaki iki durumda tahvilin vadeye kadar getirisini (faizini) hesaplayalım.

- Bu tahvilin bugünkü fiyatı 900 TL ise, tahvilin faizi ne kadardır?
- Bu tahvilin bugünkü fiyatı 800 TL ise, tahvilin faizi ne kadardır?

Cevap: Denklem (2.1)'i kullanarak bu tahviller için faiz oranını aşağıdaki gibi hesaplarız.

a)

$$900 = \frac{1000}{(1+i)^1}, \quad i = \%11$$

b)

$$800 = \frac{1000}{(1+i)^1}, \quad i = \%25$$

olarak bulunur. Bu durumda, tahvil fiyatı ile faizi arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Tahvil fiyatının düşmesi, faizin artması anlamına gelir.

2.2.2 Tahvil Çeşitleri

Tahviller, Kuponsuz Tahviller, Kuponlu Tahviller ve Döviz endeksli tahviller olarak sınıflandırılabilirler.

Kuponsuz Tahviller

Kuponsuz tahviller iskontolu tahvillerdir. Tahvilin cari fiyatı, itibari fiyatından düşükse, bu tahvile iskontolu tahvil denir.

Örneğin, itibari değeri 1000 TL olan tahvilin bugünkü değeri 900 TL ise bu tahvil iskontoludur.

Kuponlu Tahviller

Belli dönemlerde kupon ödemesi olan tahvildir. Kupon ödemeleri senede bir veya iki kere olur. Kupon ödemeli tahvilin vadeye kadar getirisi aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$PDV = \frac{K}{(1+i)^1} + \dots + \frac{K}{(1+i)^n} + \frac{D}{(1+i)^n} \quad (2.3)$$

burada PDV bugünkü değer, K kupon ödemesi, i faiz veya vadeye kadar getiri oranı, n dönemi gösterir.

Kuponlu tahvillerin vadeye kadar getirisini hesaplamak için buradaki formülde kupon ödemesi K aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$K = D \times \text{kupon oranı} \quad (2.4)$$

Kuponlu Tahvil Çeşitleri

Kuponlu tahviller;

- İskontolu Kuponlu Tahviller
- Primli Kuponlu Tahviller
- Başabaş Kuponlu Tahviller

olmak üzere üçe ayrılırlar.

Örnek

Nominal değeri 1000TL olan yıllık %10 kupon ödemesi olan 10 yıl vadeli bir tahvil ele alalım.

- Tahvilin bugünkü fiyatı 900 TL ise tahvilin vadeye kadar getirisi ne kadardır?
- Tahvilin bugünkü fiyatı 1100 TL ise tahvilin vadeye kadar getirisi ne kadardır?
- Tahvilin bugünkü fiyatı 1000 TL ise tahvilin vadeye kadar getirisi ne kadardır?

Cevap: Denklem (2.3)' u kullanarak bu tahvillerin vadeye kadar getirisini hesaplayabiliriz. Ancak, bu tahvil kuponlu tahvil olduğu için öncelikle Denklem (2.4)' u kullanarak kupon ödemesini K 'yi hesaplamalıyız.

$$K_{\text{kupon}} = 1000 \times 0.10 \rightarrow K = 100TL$$

burada her dönem kupon ödemesinin 100 TL olduğunu görüyoruz. Şimdi bunu formülde yerine yazarak vadeye kadar getiri oranını bulalım.

a)

$$900 = \frac{100}{(1+i)^1} + \dots + \frac{100}{(1+i)^{10}} + \frac{1000}{(1+i)^{10}} \rightarrow i = \%11.75, \rightarrow \text{iskontolu tahvil}$$

b)

$$1100 = \frac{100}{(1+i)^1} + \dots + \frac{100}{(1+i)^{10}} + \frac{1000}{(1+i)^{10}} \rightarrow i = \%8.48 \rightarrow \text{primli tahvil}$$

c)

$$1000 = \frac{100}{(1+i)^1} + \dots + \frac{100}{(1+i)^{10}} + \frac{1000}{(1+i)^{10}} \rightarrow i = \%10 \rightarrow \text{başabaş tahvil}$$

Not: Burada, tahvilin vadeye kadar getirisini (i) hesaplamak için bilimsel bir hesap makinesi kullanmanız gerektiğine dikkat edin.

Yukarıdaki örnekte, tahvilin bugünkü fiyatındaki değişikliklere göre tahvilin vadeye kadar getirisinin de değiştiğini görüyoruz. Şimdi, bu üç durum için tahvilin bugünkü fiyatı ile itibari fiyatı arasındaki ilişkiyi inceleyelim.

a)İskontolu Tahvil

Bugünkü fiyat < itibari değer

Vadeye kadar getiri > kupon oranı

b)Primli Tahvil

Bugünkü fiyat > itibari değer

Vadeye kadar getiri < kupon oranı

c)Başabaş Tahvil

Bugünkü fiyat= itibari değer

Vadeye kadar getiri= kupon oranı

Örnek:

Tahvilin kupon oranı %12, Vadeye kadar getiri oranı %14 olsun. Bu, nasıl bir tahvil çeşididir?

İskontolu tahvildir çünkü kupon oranı, vadeye kadar getiri oranından küçüktür.

2.2.3 Getiri ve Vadeye Kadar Getiri Arasındaki Fark

Getiri: Bir kişinin bir menkul kıymeti belirli bir dönem elinde bulundurmak suretiyle ne kadar iyi durumda olduğunu gösteren kavramdır. Getiri, menkul kıymetin sahibine yapılan ödemeleri ve menkul kıymetin fiyatındaki değişiklikleri içerir. Getiri, aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$R = \frac{K + P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (2.5)$$

burada K kupon ödemesini, P_{t+1} tahvilin gelecekteki ($t+1$ dönemindeki) değerini, P_t tahvilin bugünkü fiyatını, R tahvilin getirisini gösterir.

Örnek:

İtibari değeri 1000TL olan 10 yıllık kuponlu tahvilin kupon oranı %10. Bu tahvilin 1 yıl elde tutulduktan sonra 1200TL'ye satıldığını (elden çıkarıldığını) varsayalım.

a) Bu durumda getiri ne kadar olur?

Denklem (2.5)' i kullanarak getiriyi aşağıdaki gibi hesaplarız. Bunun için öncelikle Denklem (2.4)' i kullanarak kupon ödemesini hesaplamalı, sonra bunu formülde yerine yazmalıyız.

Bu tahvilin kupon ödemesi:

$$Kupon = 1000 \times 0.10 \rightarrow K = 100TL$$

Şimdi bunu getiri formülünde yerine yazarsak:

$$R = \frac{100 + 1200 - 1000}{1000} \rightarrow R = \%30,$$

Tahvil, bir yıl elde tutulduktan sonra, vade gününe kadar beklenmeden 1200 TL'ye satıldığında tahvilin değerindeki 200 TL'lik değişim ve tahvilden elde edilen 100 TL'lik kupon ödemesi, getiriye verir. Tahvil yatırımcısının kazancı 300 TL, getiri oranı da (300/1000=%30) dur.

b)Bu tahvilin vadeye kadar getirisi ne kadardır? Tahvil vade sonuna kadar, yani 10 yıl, elde tutulsaydı yatırımcının kazancı ne kadar olurdu?

Denklem (2.3)'i kullanarak kuponlu tahvilin vadeye kadar getirisini hesaplarız.

$$1000 = \frac{100}{(1+i)^1} + \dots + \frac{100}{(1+i)^{10}} + \frac{1000}{(1+i)^{10}} \rightarrow i = \%10$$

Bu örnekte, (a)'da bulduğumuz getiri oranı ile (b)'de hesapladığımız vadeye kadar getiri oranının eşit olmadığına dikkat edin.

- Vadeye kadar getiri her zaman getiriye eşit değil.
- Vadeye kadar getiri genelde negatif olmaz ama getiri negatif olabilir.
- Basit borçlar için vadeye kadar getiri ve getiri eşit olur.

2.2.4 Vadenin Önemi

1. Vade, sermaye kaybı ya da kazancı etkiler.

Tahviller vadelerinden önce satılırsa faizlerdeki değişikliklere göre sermaye kaybı ya da kazancı yaşanabilir. Örneğin, tahvilin fiyatı 900 TL'den 800 TL'ye

düşerse, tahvilin faizi artmış demektir. 900 TL'den aldığınız tahvili 800 TL'den satarsanız sermaye kaybınız olur. Tam tersi durumda, yani tahvil fiyatının arttığı durumda ise sermaye kazancı yaşanır. Yani, tahvili düşük fiyattan alıp vadesini beklemeden yüksek fiyattan sattığınız zaman sermaye kazancınız olur.

2. Vade uzadıkça sermaye kaybı riski de artar. Yatırımcılar genelde kısa vadeli tahvilleri tercih edebilir. Bu nedenle, uzun vadeli tahvillerin faiz oranı daha yüksektir.

Döviz Endeksli Tahvil

Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde, tahviller döviz endeksli olarak da çıkarılabilir. Döviz endeksli tahvilin getirisi aşağıdaki formüle göre bulunur:

$$R = (1 + rev) \times (1 + mev) - 1 \quad (2.6)$$

burada R tahvilin getirisini, rev dövizin TL karşısındaki revalüasyon oranını, mev döviz cinsinden mevduat faiz oranını gösterir.

Örnek:

a) Bir yılda doların %10 değer kazandığını, 1 yıllık dolar hesabı faizinin %8 olduğunu farz edelim, tahvilin getirisi ne kadardır?

Denklem (2.6)'i kullanarak bu tahvilin getirisini şöyle hesaplarız:

$$R = (1 + 0,1) \times (1 + 0,08) - 1 \quad \rightarrow R = \%18,8$$

b) Bir yılda doların %10 değer kaybettiğini, 1 yıllık dolar hesabı faizinin %8 olduğunu farz edelim, tahvilin getirisi ne kadardır?

Denklem (2.6)'i kullanarak bu tahvilin getirisini şöyle hesaplarız. Bu defa doların değer kaybetmesi söz konusu olduğu için formülün birinci teriminin işaretinin eksi olduğuna dikkat edin.

$$R = (1 - 0,1) \times (1 + 0,08) - 1 \quad \rightarrow R = \% - 2$$

2.2.5 Tahvil fiyatlaması ile ilgili örnekler

Örnek 1: İlk yıl için 1100, 2.yıl için 1210, 3.yıl için 1330 değerinde olan yatırımın bugünkü değeri ne kadardır? (Faiz oranını %10 olarak alabilirsiniz).

Denklem (2.1)'i kullanarak bu yatırımın bugünkü değeri aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$PDV = \frac{1000}{(1 + 0,1)^1} + \frac{1210}{(1 + 0,1)^2} + \frac{1330}{(1 + 0,1)^3}$$

Örnek 2: 5 yıl sonra 2 milyon TL geri ödemesi olan 1 milyon TL'lik borcun faizi ne kadardır? Denklem (2.1)'i kullanarak:

$$1 = \frac{2}{(1 + i)^5}$$

$i = \%14,9$ olarak bulunur.

Örnek 3:

İtibari değeri 1000 TL olan ve vadesi 10 yıl olan bir kuponsuz tahvil 463,19 liraya satılmaktadır. Faiz oranlarının değişmediği varsayımı altında, 5. yılda bu tahvilin fiyatı ne kadardır?

Bu soruya cevap vermek için öncelikle cari faiz oranını hesaplamalı, sonra da tahvilin 5. yıldaki fiyatını bulmalıyız.

1. aşama: Cari faiz oranını hesaplayın.

$$463.19(1 + i)^{10} = 1000 \quad \rightarrow i = \%8$$

2. aşama: Tahvilin 5. yıldaki fiyatı.

$$P = \frac{1000}{(1 + 0.08)^5} \rightarrow P = 680.58$$

2.3 Nominal ve Reel Faiz Oranları

Şu ana kadar verdiğimiz örneklerde nominal faiz oranı reel faiz oranı ayrımı yapmadık. Ancak, enflasyonun borçlanma maliyetleri üzerindeki etkilerini dikkate aldığımızda, böyle bir ayrımın gerekli olduğu görülmektedir. Örneğin, kendinize dizüstü bilgisayar almak için biriktirdiğiniz 1000 TL'yi ihtiyacı olan bir arkadaşınıza 1 yıl sonra geri almak üzere %10 faizle borç verdiğinizi varsayalım. 1 yıl sonra arkadaşınızdan 1100 TL alacaksınız. Fakat 1 yıl boyunca genel fiyat düzeyi arttı ve sizin almayı düşündüğünüz bilgisayarın fiyatı da artık 1200 TL oldu! Genel fiyat düzeyinin bu kadar artacağını bilseydiniz ona göre daha yüksek bir faiz oranı talep ederdiniz. Bu durumda, borç veren kişi olarak genel fiyat düzeyindeki bu artıştan yani enflasyondan olumsuz olarak etkilenmiş olursunuz. Borç alan arkadaşınız ise bu işlemden yarar sağlar çünkü reel olarak daha az para geri ödemiş oluyor.

Yukarıdaki örnekte de görüldüğü gibi enflasyonun borçlanma maliyetleri üzerinde önemli bir etkisi vardır. Bu nedenle, borçlanmanın gerçek maliyetini Irving Fisher tarafından tanımlanan reel faiz oranı formülüyle hesaplarız:

Fisher Denklemi

Reel faiz= Nominal faiz – Beklenen enflasyon

Örnek: Nominal faiz oranı %5 ve beklenen enflasyon oranı %2 iken ev kredisi aldınız.

a) Enflasyon beklendiği gibi %2 değil de %3 olarak gerçekleşirse, bu işlemden banka mı avantaj sağlar siz mi avantaj sağlarsınız?

b) Enflasyon beklendiği gibi %2 değil de %1 olarak gerçekleşirse, bu işlemden banka mı avantaj sağlar siz mi avantaj sağlarsınız?

Öncelikle, enflasyonun beklentilere uygun olarak %5 olduğu durumda reel faiz oranını hesaplayalım:

Reel faiz= Nominal faiz – beklenen enflasyon

$$\%3 = \%5 - \%2$$

Şimdi, enflasyonun beklenenden farklı gerçekleştiği iki duruma bakalım.

a) Enflasyon %3 olarak gerçekleşirse

Reel faiz= Nominal faiz – beklenen enflasyon

$$\%2 = \%5 - \%3$$

Bu durumda, borç alan kişi bu işlemde yarar sağlamış olur çünkü enflasyon beklenenin üstünde gerçekleşmiştir ve reel olarak daha az para geri ödemesi gerekir.

b) Enflasyon %1 olarak gerçekleşirse

Reel faiz= Nominal faiz – beklenen enflasyon

$$\%4 = \%5 - \%1$$

Bu durumda, borç veren kişi yani banka bu işlemde yarar sağlamış olur çünkü enflasyon beklenenin altında gerçekleşmiştir. Böylece banka, reel olarak daha çok kazanmıştır.

Özetlersek:

- Enflasyon beklenenin üzerinde gerçekleşirse, borç alan avantajlıdır.
- Enflasyon beklenenin altında gerçekleşirse, borç veren avantajlıdır.

Okuma Listesi

Bu bölümde anlatılanların pekiştirilmesi için aşağıdaki kaynaklardan yararlanabilirsiniz:

- Mishkin (2009), Bölüm 4,5.
- Keyder (2008) s.416-428 (Tahfil fiyatlaması, vadeye kadar getiri, bileşik faiz hesaplanması),
- Özatay (2011) s.90-100 (Bugünkü değer, vadeye kadar getiri, reel faiz hadleri)

Okuma Listesi

- Mishkin (2009) Bölüm 4
- Keyder (2008), s.415-428.
- Parasız (2008), s.65-71

Bölüm 3

Faiz Teorileri

Önceki bölümde faiz oranlarının ekonomide oynadığı önemli rolden bahsetmiş ve faiz oranlarının nasıl hesaplandığını göstermiştik. Bu bölümde ise faiz oranlarının nasıl belirlendiğinden söz edeceğiz. Faizlerde yaşanan artış ve düşüşlerin sebepleri nelerdir? Bu soruya farklı teoriler kullanarak cevap arayacağız. Bunlar:

- Varlık Talebi Teorisi
- Ödünç Verilebilen Fonlar Teorisi
- Keynesci Faiz Teorisi (Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi)

3.1 Varlık Talebi Teorisi

Değer saklama aracı olarak kullanılan (tahvil, hisse senedi, altın vb.) her şeye varlık denilmektedir. Bu durumda, varlık arz ve talebini etkileyen faktörlerin varlıkların fiyatını etkilediğini biliyoruz. Tahvilleri de bir varlık olarak ele alırsak, tahvil arz ve talebini etkileyen faktörlerin tahvil fiyatını dolayısıyla tahvil faizini etkileyeceğini söyleyebiliriz.

Tahvil faizlerinin nasıl değiştiğini anlamak için öncelikle tahvil talebi ve tahvil arzından bahsetmek gerekiyor:

Tahvil Talebi

Diyelim ki tahvilin fiyatı 900 TL iken faizi %11. Tahvilin fiyatı 800 TL' ye düştüğünde ise faizi %25' e çıkıyor ve talep edilen tahvil miktarı azalıyor. Bu durumda, tahvil fiyatı ile talep edilen tahvil miktarı arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Bu da şekil 3.1' de görüldüğü gibi negatif eğimli bir tahvil talep eğrisi ile gösterilmektedir.

Tahvil Arzı:

Daha önce tahvilleri şirketlerin, devletlerin veya (bazı ülkelerde) belediyelerin çıkardığı borç senedi olduğundan bahsetmiştik. Yukarıda saydığımız bu kurumlar tahvil satarak borçlanmış oluyor. Bu durumda, tahvilin fiyatı tahvil arz miktarını yani yeniden tahvil satışa çıkarılarak borçlanmayı nasıl etkiler?

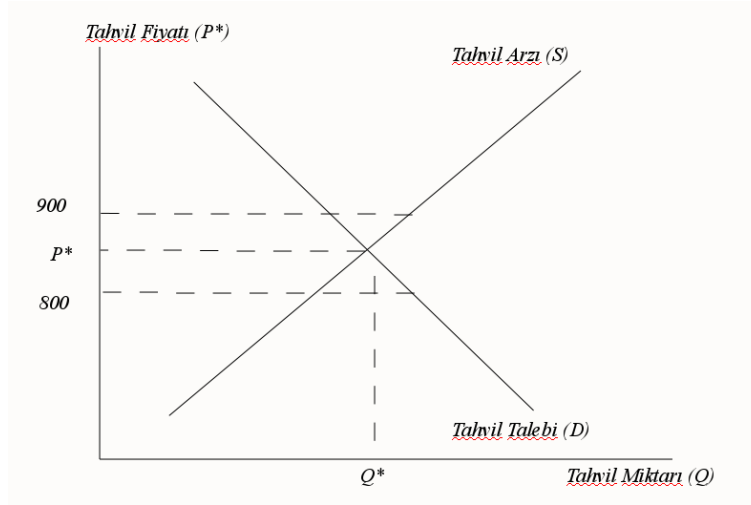
Diyelim ki tahvilin fiyatı 900 TL iken faizi %11. Tahvilin fiyatı 800 TL' ye düştüğünde ise faizi %25' e çıkıyor. Tahvilin faizinin artması, tahvil çıkaran kurumların borçlanma maliyetini artırmış olacağından, tahvil arzı azalacaktır yani bu kurumlar tahvil yoluyla daha az borçlanacaktır. Bu örnekte, tahvil fiyatı ile arz edilen tahvil miktarı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu görüyoruz. Bu pozitif yönlü ilişki 3.1' de pozitif eğimli bir tahvil arz eğrisi ile gösterilmektedir.

Tahvil Piyasasında Denge

Tahvil talep ve arz eğrisini biraraya getirdiğimizde tahvil piyasasında tahvil denge fiyatını ve faizini buluruz. Denge tahvil fiyatı, arz edilen tahvil miktarının talep edilen tahvil miktarına eşitlenmesiyle bulunur.

Eğer tahvil fiyatı piyasa denge fiyatının üstünde ise piyasada tahvil arzı fazlası olacaktır. Piyasanın yeniden dengeye gelmesi için, yatırımcıların ellerindeki tahvilleri satmaları gerekmektedir. Yatırımcılar tahvilleri sattıkça tahvillerin fiyatı düşecek, faizi artacak ve dengeye ulaşılacaktır.

Eğer tahvil fiyatı denge fiyatın altındaysa tahvil talep fazlası olacaktır. Piyasanın yeniden dengeye gelmesi için, yatırımcıların tahvil almaları gerekmektedir. Yatırımcılar tahvil aldıkça tahvillerin fiyatı artacak, faizi düşecek ve dengeye ulaşılacaktır.



Şekil 3.1: Tahvil piyasasında denge fiyatı ve miktarı

Faiz Oranlarının Değişmesi

Tahvil piyasası dengedeysen, tahvil arz veya talebindeki değişiklikler tahvil arz veya talep eğrisini kaydırarak, tahvil denge fiyatını ve faizini değiştirir.

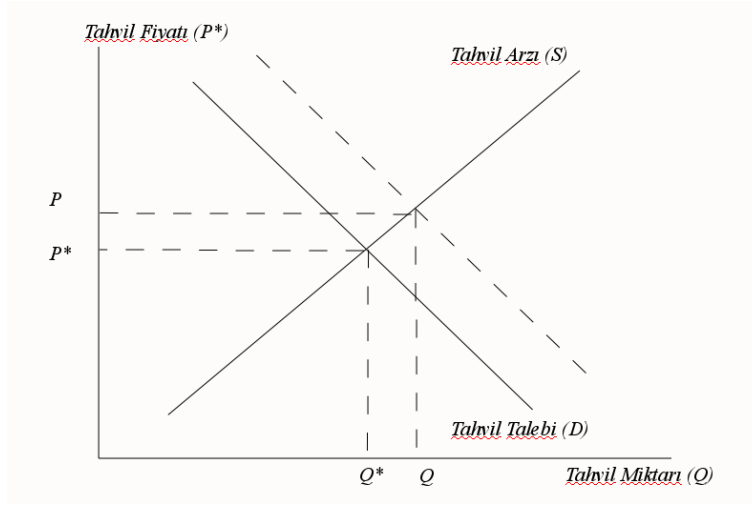
Tahvil Talebini Etkileyen Faktörler

1. Servet
2. Beklenen Getiri
3. Likidite
4. Risk
5. Enflasyon Beklentisi

1. Servet

Diğer herşey sabitken, ekonomide bir genişleme olduğu durumda; servet artar, harcanabilir gelir artar, tahvil talebi artar, tahvil fiyatı artar, tahvil faizi düşer. Bu du-

rumda, ekonomik genişleme ve servetin artması tahvil talep eğrisini sağa kaydırır. Bu mekanizma, şekil 3.2’ de görülmektedir.



Şekil 3.2: Tahvil talebinin artmasının tahvil piyasasında denge fiyatı ve miktarı üzerindeki etkisi

servet $\uparrow \rightarrow$ tahvil talebi $\uparrow \rightarrow$ tahvil fiyatı $\uparrow \rightarrow$ tahvil faizi \downarrow

servet $\downarrow \rightarrow$ tahvil talebi $\downarrow \rightarrow$ tahvil fiyatı $\downarrow \rightarrow$ tahvil faizi \uparrow

Tahvil fiyatı ile tahvil miktarı arasındaki negatif yönlü ilişkiden 2. bölümde ayrıntılı olarak bahsettiğimizi hatırlayın.

2. Beklenen Getiri

Beklenen getirideki değişiklikler de tahvil talebini etkiler. Örneğin; faizlerin 1 sene sonra %10’dan %20’ye çıkmasını bekliyorsak cari dönemde uzun vadeli tahvil talebi azalacaktır çünkü 1 sene sonra faizler artarsa, tahvil fiyatları düşer ve sermaye kaybı yaşanır. Beklenen getirinin azalması tahvil talep eğrisini sola kaydırır. Tahvil talep eğrisinin sola kayması tahvil fiyatını ve miktarını düşürür. Tahvil fiyatı ve faizi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu için tahvil faizi artar.

beklenen getiri $\uparrow \rightarrow$ tahvil talebi $\uparrow \rightarrow$ tahvil fiyatı $\uparrow \rightarrow$ tahvil faizi \downarrow

beklenen getiri ↓ → tahvil talebi ↓ → tahvil fiyatı ↓ → tahvil faizi ↑

3. Likidite

Tahvilin likiditesinin artması, yani paraya daha kolay çevrilebiliyor olması, tahvil talebini de arttırmaktadır. Tahvillerin likiditesinin artması ekonomideki gelişmelerle ilgili olabileceği gibi, tahvil alım satımıyla ilgili yasal düzenlemelerin tahvillerin kolayca el değiştirmesini sağlayacak şekilde yapılması yoluyla da sağlanabilir. Tahvil piyasasında tahvil likiditesini etkileyecek bir gelişme olmasa bile tahvile alternatif olan diğer varlıkların likiditesinin azalması bu varlıklara göre tahvili daha likit yaparak tahvil talebini arttıracaktır. Örneğin, hisse senedi satın almak isteyen yatırımcıların borsada dealer'lara belli bir komisyon ücreti ödemeleri gerekmektedir. Eğer bu komisyon ücreti artırılırsa, hisse senedi talebi azalır ve tahvil talebi artar. Ya da benzer şekilde, hisse senedi alım-satımı çok katı kurallara bağlanmış ve zorlaşmışsa yine tahvil talebi artar. Tabii ki, bu örneklerin tam tersi de geçerlidir. Şekil 3.2' de tahvillerin daha likit olmasının tahvil talep eğrisini sağa kaydırıldığını, tahvil fiyatı ve miktarının arttırdığını görüyoruz. Bu durumda, tahvil fiyatı ve faizi arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu için tahvil faizi azalır.

likidite ↑ → tahvil talebi ↑ → tahvil fiyatı ↑ → tahvil faizi ↓

likidite ↓ → tahvil talebi ↓ → tahvil fiyatı ↓ → tahvil faizi ↑

4. Risk

Tahvil tutmanın riski artarsa, tahvil talebi azalır ve tahvil faizi yükselir. Tahvilin risk durumunda bir değişiklik yoksa bile ekonomik kriz vb. nedenlerle şirket hisse senetlerine güvenin azalması nedeniyle hisse senedi talebinin azalması, tahvil talebini artırır. Şekil 3.2' de tahvillerin daha az riskli olmasının tahvil talep eğrisini sağa kaydırıldığını, tahvil fiyatı ve miktarının arttırdığını görüyoruz.

tahvil riski ↓ → tahvil talebi ↑ → tahvil fiyatı ↑ → tahvil faizi ↓

tahvil riski ↑ → tahvil talebi ↓ → tahvil fiyatı ↓ → tahvil faizi ↑

5. Enflasyon Beklentisi

Daha önceki bölümlerde, enflasyonun beklenenin üzerinde gerçekleşmesinin beklenen getiri oranını düşürdüğünden ve borç verenler için dezavantajlı olduğundan bahsetmiştik. Bu nedenle, beklenen enflasyon artınca tahvil talebi azalır, tahvil talep eğrisi sola kayar, tahvil fiyatı azalır ve faizler artar.

beklenen enflasyon $\downarrow \rightarrow$ tahvil talebi $\uparrow \rightarrow$ tahvil fiyatı $\uparrow \rightarrow$ tahvil faizi \downarrow

beklenen enflasyon $\uparrow \rightarrow$ tahvil talebi $\downarrow \rightarrow$ tahvil fiyatı $\downarrow \rightarrow$ tahvil faizi \uparrow

Tahvil Arzını Etkileyen Faktörler

1. Yatırımların Kârlılığı
2. Bütçe Açığı
3. Enflasyon Beklentisi

1. Yatırımların Kârlılığı

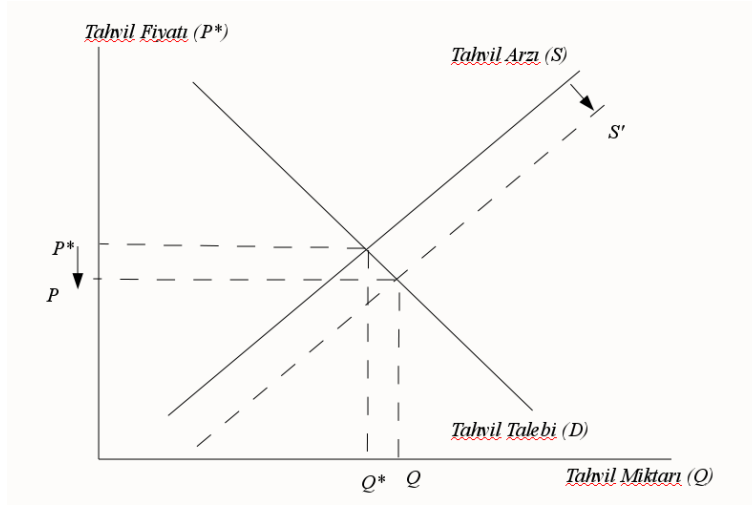
Ekonomik genişleme varsa daha çok borçlanma ile daha çok yatırım gerçekleştirilir, yatırımın kârlılığı arttıkça tahvil arzı artar, tahvil fiyatları azalır, tahvil faizi artar. Bu durum, şekil 3.3' de gösterilmektedir.

ekonomik genişleme \rightarrow yatırımların karlılığı $\uparrow \rightarrow$ tahvil arzı $\uparrow \rightarrow$ tahvil fiyatı \downarrow
 \rightarrow tahvil faizi \uparrow

ekonomik daralma \rightarrow yatırımların karlılığı $\downarrow \rightarrow$ tahvil arzı $\downarrow \rightarrow$ tahvil fiyatı \uparrow
 \rightarrow tahvil faizi \downarrow

2. Bütçe Açığı

Tahviller, devlet veya şirketler tarafından borçlarını finanse edebilmek için çıkarılmaktadır. Bütçe açıklarının artması sonucunda borçlanma ihtiyacı artar, bundan dolayı tahvil arzı artar, tahvil fiyatları azalır, tahvil faizi artar.



Şekil 3.3: Tahvil arzının artmasının tahvil piyasasında denge fiyatı ve miktarı üzerindeki etkisi

bütçe açığı \uparrow \rightarrow tahvil arzı \uparrow \rightarrow tahvil fiyatı \downarrow \rightarrow tahvil faizi \uparrow

bütçe açığı \downarrow \rightarrow tahvil arzı \downarrow \rightarrow tahvil fiyatı \uparrow \rightarrow tahvil faizi \downarrow

3. Enflasyon Beklentisi

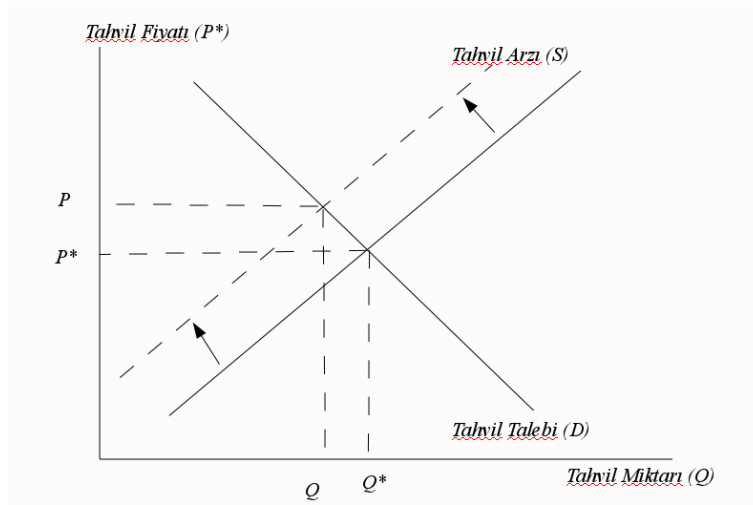
Daha önceki bölümlerde, enflasyonun beklenenin üzerinde gerçekleşmesinin borçlanma maliyetini azaltarak borç alanlar için avantajlı olduğundan bahsetmiştik. Bu durumda, tahvil arzı artar (aynı zamanda tahvil talebi de azalacaktır).

beklenen enflasyon \uparrow \rightarrow tahvil arzı \uparrow \rightarrow tahvil fiyatı \downarrow \rightarrow tahvil faizi \uparrow

beklenen enflasyon \downarrow \rightarrow tahvil arzı \downarrow \rightarrow tahvil fiyatı \uparrow \rightarrow tahvil faizi \downarrow

Enflasyon beklentisinin artması sonucunda tahvil piyasasında denge fiyatı ve miktarındaki değişiklikler şekil 3.4' de gösterilmektedir.

Enflasyon beklentisinin hem tahvil talebi hem de tahvil arzını etkileyen bir faktör olduğuna dikkat edin.



Şekil 3.4: Tahvil arzının azalmasının tahvil piyasasında denge fiyatı ve miktarı üzerindeki etkisi

Örnek 1:

Enflasyonda bir artış bekleniyorsa, tahvil piyasasında denge faiz ve miktarı nasıl değişir?

Enflasyon beklentisi hem tahvil talebini hem de tahvil arzını etkiler.

beklenen enflasyon $\uparrow \rightarrow$ tahvil talebi $\downarrow \rightarrow$ tahvil fiyatı $\downarrow \rightarrow$ tahvil faizi \uparrow

beklenen enflasyon $\uparrow \rightarrow$ tahvil arzı $\uparrow \rightarrow$ tahvil fiyatı $\downarrow \rightarrow$ tahvil faizi \uparrow

Beklenen enflasyon tahvil talep eğrisini sola kaydırarak tahvil fiyatında artışa, tahvil arz erisini sağa kaydırarak tahvil fiyatında azalmaya neden olur. Ancak burada önemli olan net etkidir. Net etkiyi bulmak için de tahvil talebindeki değişim miktarıyla tahvil arzındaki değişim miktarını karşılaştırmalıyız. Burada üç durumdan söz edebiliriz:

1. Tahvil talebi ve tahvil arzı aynı miktarda değişirse;

Tahvil talebi azalır, tahvil arzı artar, tahvil miktarı aynı kalır fakat tahvil fiyatı

düşer, tahvil faizi artar.

2. Tahvil talebindeki değişiklik miktarı tahvil arzındaki değişiklik miktarından küçükse;

Tahvil talebi azalır, tahvil arzı artar, tahvil miktarı artar, tahvil fiyatı düşer, faizi artar.

3. Tahvil talebindeki değişiklik miktarı tahvil arzındaki değişiklik miktarından büyükse;

Tahvil talebi azalır, tahvil arzı artar, tahvil miktarı azalır, tahvil fiyatı düşer, faizi artar.

Bu durumda başlangıçta sorduğumuz soruya cevabımız “tahvil fiyatı kesinlikle düşer, tahvil faizi kesinlikle artar fakat tahvil miktarı hakkında kesin bir şey söylenemez” olacak. Beklenen enflasyondaki artışın net etkisini bulabilmemiz için tahvil talep ve arz miktarlarındaki değişimi de bilmemiz gerekir.

Örnek 2:

Ekonomik genişlemenin tahvil piyasasında denge faizini nasıl etkileyeceğini açıklayınız.

Ekonomik genişleme de hem tahvil talebini hem de tahvil arzını etkileyen faktörlerden biridir.

ekonomik genişleme → servet ↑ → tahvil talebi ↑ → tahvil fiyatı ↑ → tahvil faizi ↓

ekonomik genişleme → yatırımların kârlılığı ↑ → tahvil arzı ↑ → tahvil fiyatı ↓ → tahvil faizi ↑

Bu soruya cevap verebilmek için de yukarıdaki üç durumu ayrı ayrı değerlendirmemiz gerekir. Bu soruya cevabımız ise “tahvil miktarı kesinlikle artar, tahvil faizi ve fiyatı hakkında kesin bir şey söylenemez” olmalıdır.

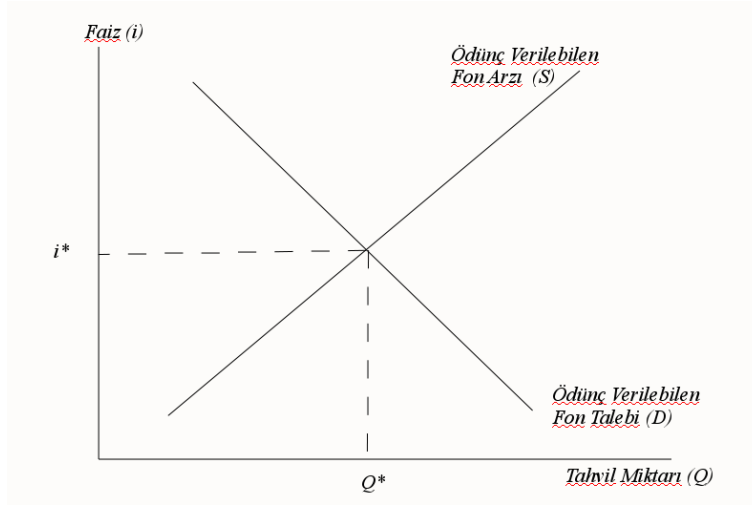
3.2 Ödünç Verilebilen Fonlar Piyasası

Ekonomide faizlerin nasıl belirlendiğini açıklamak için yararlanacağımız ikinci teori ödünç verilebilen fonlar piyasası teorisidir. Bir önceki bölümde varlık talebi teorisini kullanarak tahvil arz ve talebindeki değişikliklerin tahvil fiyat ve miktarını nasıl etkilediğini görmüştük. Varlık talebi teorisini açıklamak için çizdiğimiz grafikte yatay eksenle tahvil miktarını, dikey eksenle ise tahvil fiyatını göstermiştik. Tahvil fiyatı ve faizi arasındaki negatif ilişkiden yola çıkarak tahvil fiyatındaki değişimler sonucunda faizlerin nasıl değişeceğini açıklamıştık. Ancak, iktisatçılar için önemli olan tahvilin fiyatından çok faiz oranıdır. Bu nedenle, tahvilin faizini dikey eksenle gösterdiğimiz bir modelle, ödünç verilebilen fonlar piyasası teorisiyle tahvil faizindeki değişikliklerin nedenlerini açıklayacağız. Bu teoriye göre faizlerdeki değişiklikleri açıklamak için piyasada tahvil talep edenlerle tahvil arz edenlerin kimler olduğuna bakalım.

Tahvil talep edenler, hane halkları ve şirketlerdir (şirketler aynı zamanda tahvil arzı da gerçekleştirirler). Bir başka ifadeyle, tahvil talep edenler ellerinde fon fazlası bulunan ve bunları borç vermek isteyenlerdir. Bu kişiler bir anlamda ödünç verilebilen fonlarını arz ederler. Tahvil arz edenler ise devlet veya şirketlerdir. Bunlar, tahvil yoluyla borçlanırlar. Yani, tahvil talep edenlerin ellerinde bulunan fazla fonu talep ederler. Ödünç verilebilen fonlar piyasası grafiği şekil 3.5’ de görülmektedir. Faizler arttığında ödünç verilebilir fon arzı yani talep edilen tahvil miktarı artar. Bu durumda, tahvil faizi ile miktarı arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Faizler arttığında, borçlanma maliyeti artacağından ödünç verilebilir fon talebi yani tahvil arzı azalır. Bu durumda, tahvil faizi ile tahvil miktarı arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

tahvil faizi \uparrow \rightarrow ödünç verilebilen fon arzı (tahvil talep miktarı) \uparrow \rightarrow pozitif eğimli ödünç verilebilen fon arzı eğrisi

tahvil faizi \uparrow \rightarrow ödünç verilebilen fon talebi (tahvil arz miktarı) \downarrow \rightarrow negatif eğimli ödünç verilebilen fon arzı eğrisi



Şekil 3.5: Ödünç verilebilen fonlar piyasasında denge faiz oranı ve denge tahvil miktarının bulunması.

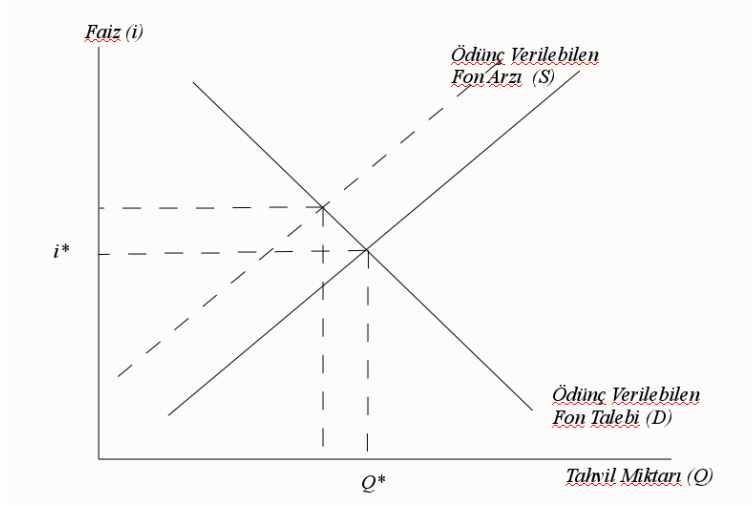
Ödünç Verilebilen Fonlar Piyasasında Faizlerdeki Değişiklikler

Ödünç verilebilen fonlar piyasasında, ödünç verilebilen fon arz ve talebini etkileyen faktörler, ödünç verilebilen fon arz ve talep eğrilerini kaydırarak denge faizinin değişmesine neden olurlar. Arz ve talep eğrilerini kaydıran faktörler ise önceki bölümde listelediğimiz faktörlerle aynıdır. Ödünç verilebilen fon arzı; servet, beklenen getiri, likidite, risk, beklenen enflasyon'dan etkilenir. Ödünç verilebilen fon talebi (tahvil arzı) ise yatırımların kârlılığı, bütçe açığı ve beklenen enflasyondan etkilenir.

Örnek:

2001 yılında Amerika'da yaşanan Enron Skandalı'ndan sonra şirket tahvillerinin faizinin artmasının sebebini ödünç verilebilen fonlar piyasası modelini kullanarak açıklayınız.

Enron Skandalı'ndan sonra diğer şirketlerin de böyle bir iflas riskiyle karşı karşıya olduğunu düşünen yatırımcılar şirket tahvillerine taleplerini azalttılar. Bir anlamda, ödünç verilebilen fon arzı azaldı. Bunun sonucunda tahvil faizi arttı. Şekil 3.6, bu mekanizmayı göstermektedir.



Şekil 3.6: Tahvil riskinin artmasının tahvil piyasasında denge fiyatı ve miktarı üzerindeki etkisi

3.3 Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi

Keynesci faiz teorisine göre faizler para talebi ve para arzı tarafından belirlenir. Para talebinden 7. haftadaki derste ayrıntılı olarak bahsedeceğiz. Şimdi burada kısaca Keynesci modelde faizlerin nasıl belirlendiğini inceleyelim.

Keynes'e göre bireyler üç sebepten dolayı para tutarlar: İşlem amaçlı, ihtiyat amaçlı ve spekülatif amaçlı olarak.

Keynes' e göre iki tane varlık vardır: para ve tahvil. Tahvilin bir faiz getirisi söz konusuysen, paranın getirisi sıfırdır. Bireyler, faiz oranlarına göre para ya da tahvil tutmaya karar verirler. Keynes' e göre faiz, paranın fırsat maliyetidir.

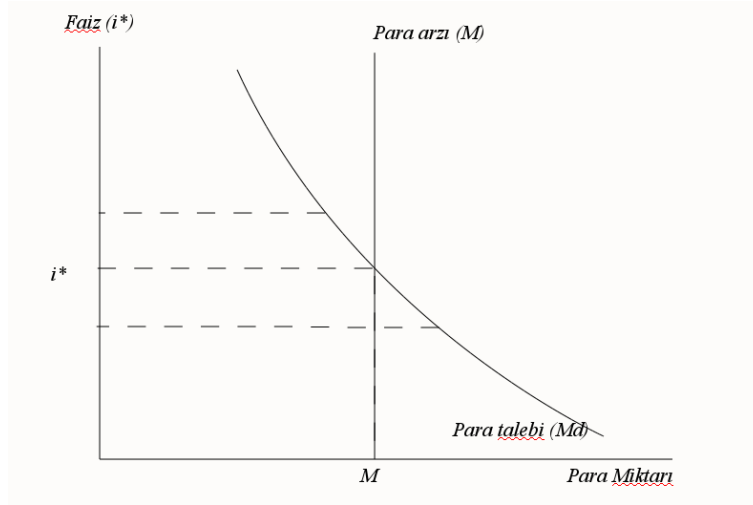
Faiz oranları \uparrow \rightarrow para tutmanın fırsat maliyeti \uparrow \rightarrow para talep miktarı \downarrow

Faiz oranları \downarrow \rightarrow para tutmanın fırsat maliyeti \downarrow \rightarrow para talep miktarı \uparrow

Bu durumda, negatif eğimli bir talep eğrisi elde ederiz.

Keynes para talebini şu şekilde formüle eder:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y, i) \quad (3.1)$$



Şekil 3.7: Keynesci faiz teorisi

burada M^d para talebini, P fiyat genel düzeyini, Y toplam hasılayı ve i faiz oranını göstermektedir. Para talebi ve toplam hasıla arasında pozitif yönlü bir ilişki varken, faizlerle para talebi arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

Keynes'e göre işlem amaçlı para talebini etkileyen, dolayısıyla para talebi eğrisini kaydıran iki faktör vardır:

Gelir düzeyi (Y): Gelir düzeyinin artması işlem amaçlı olarak daha çok para tutulması anlamına gelirken, gelir düzeyinin azalması işlem amaçlı para talebini azaltır.

- **Fiyat Genel Düzeyi (P):** Fiyat genel düzeyinin artması, günlük işlemler için daha çok nakit bulundurulması anlamına geleceğinden, işlem amaçlı para talebini artırır. Fiyat genel düzeyinin düşmesi ise işlem amaçlı para talebini azaltır.

Keynesci faiz teorisinde para arzının merkez bankası tarafından kontrol edildiği, yani dışsal olduğu kabul edildiği için para arzı eğrisi dikey eksene paraleldir. Para arzı faizden etkilenmez. Merkez bankası, zorunlu karşılık oranı, reeskont kredileri ve açık piyasa işlemleri yoluyla para arzını etkilemeye çalışır. Şekil 1.8'e göre para piyasasında denge faiz oranı negatif eğimli para talep eğrisi ile dikey eksene paralel para arzı eğrisinin kesiştiği noktada gerçekleşir.

Keynesci Faiz Teorisinde Faizlerdeki Değişiklikler

Keynesci modelde, para talebindeki ve para arzındaki değişiklikler denge faiz oranını değiştirir.

1. Para Talebindeki Değişiklikler ve Denge Faizinin Değişmesi

Para talebini etkileyen, dolayısıyla para talep eğrisini kaydıran iki faktör vardır.

- Gelir Düzeyi

(Diğer herşey sabitken) gelir düzeyi (Y) \uparrow \rightarrow para talep eğrisi sağa kayar \rightarrow faizler \uparrow

(Diğer herşey sabitken) gelir düzeyi (Y) \downarrow \rightarrow para talep eğrisi sola kayar \rightarrow faizler \downarrow

- Fiyat Genel Düzeyi

(Diğer herşey sabitken) fiyat genel düzeyi (Y) \uparrow \rightarrow para talep eğrisi sağa kayar \rightarrow faizler \uparrow

(Diğer herşey sabitken) fiyat genel düzeyi (Y) \downarrow \rightarrow para talep eğrisi sola kayar \rightarrow faizler \downarrow

Şekil 3.9'da para talebindeki artışların denge faiz oranını nasıl artırdığını görüyoruz.

2. Para Arzındaki Değişiklikler ve Denge Faizinin Değişmesi

Merkez bankası para politikaları aracılığıyla para arzını değiştirebilir. Dolayısıyla para arz eğrisini kaydıran üç faktörden söz edebiliriz:

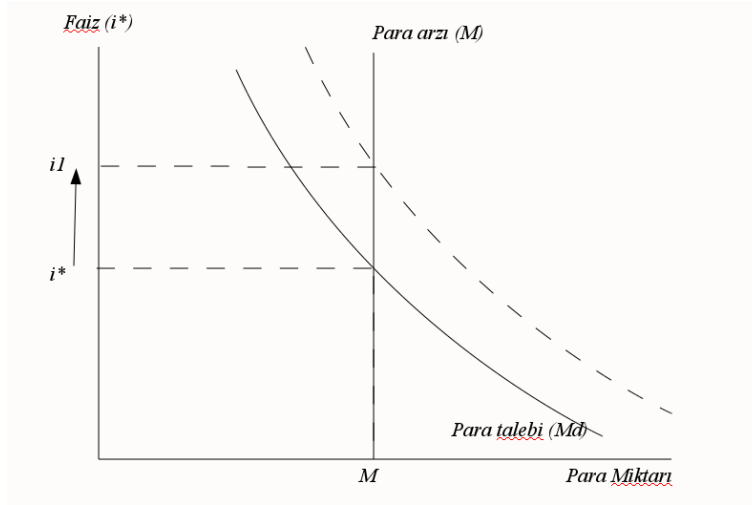
- Açık piyasa işlemleri

açık piyasa alımı \rightarrow para arzı artar \rightarrow para arzı eğrisi sağa kayar \rightarrow faizler \downarrow

açık piyasa satışı \rightarrow para arzı azalır \rightarrow para arzı eğrisi sola kayar \rightarrow faizler \uparrow

- Zorunlu karşılık oranı zorunlu karşılık oranı \downarrow \rightarrow para arzı artar \rightarrow para arzı eğrisi sağa kayar \rightarrow faizler \downarrow

zorunlu karşılık oranı \uparrow \rightarrow para arzı azalır \rightarrow para arzı eğrisi sola kayar \rightarrow faizler \uparrow



Şekil 3.8: Para talebindeki artışların faizler üzerindeki etkisi.

- Reeskont Kredileri

reeskont kredi faizi \downarrow \rightarrow para arzı artar \rightarrow para arzı eğrisi sağa kayar \rightarrow faizler \downarrow

reeskont kredi faizi \uparrow \rightarrow para arzı azalır \rightarrow para arzı eğrisi sola kayar \rightarrow faizler \uparrow

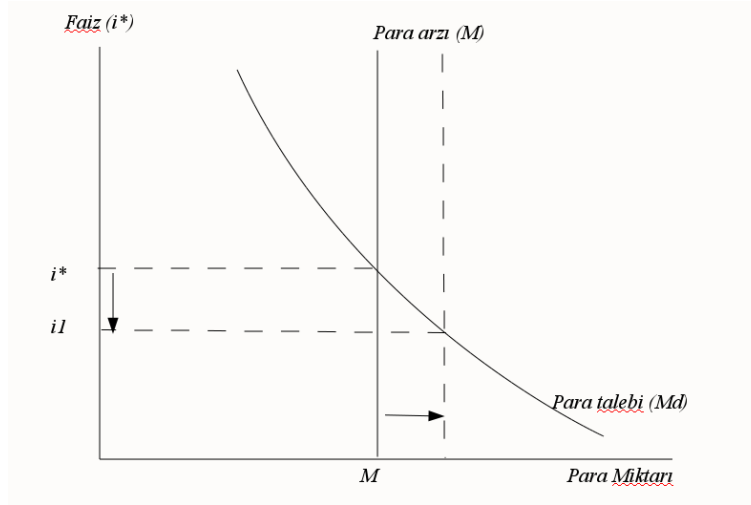
Şekil 3.10'da para talebindeki artışların denge faiz oranını nasıl artırdığını görüyoruz.

Para arzındaki artışlar her zaman faizleri düşürür mü?

Yukarıdaki grafikte, merkez bankasının para arzını artırmasının faiz oranlarını düşürdüğünü gördük. Buna likidite etkisi denir. Ancak Friedman'a göre para arzındaki artışlar her zaman faizleri düşürmez. Friedman bunu açıklamak için para arzındaki değişikliğin gelir ve fiyat etkisine de bakmıştır.

- Para arzındaki değişikliğin gelir etkisi.

Para arzındaki artış serveti artırarak bireylerin daha çok tahvil talep etmelerine neden olur. Bunun sonucunda faiz oranı artar.



Şekil 3.9: Para arzındaki değişiklikler ve faiz oranı.

- Para arzındaki değişikliğin fiyat etkisi.

Para arzının artması, uzun dönemde enflasyonu artırır. Beklenen enflasyonun artması nedeniyle tahvil talebi düşer, tahvil fiyatı düşer ve faiz oranı artar.

Bu durumda, para arzının artması faiz oranını artırır.

Friedman, para arzındaki değişikliğin faiz üzerindeki etkisini araştırmak için likidite etkisiyle, gelir ve fiyat etkisini karşılaştırmak gerektiğini söyler. Buna göre:

likidite etkisi > gelir etkisi \Rightarrow para arzı artar, faizler düşer

likidite etkisi > fiyat etkisi \Rightarrow para arzı artar, faizler düşer

likidite etkisi < gelir etkisi \Rightarrow para arzı artar, faizler artar.

likidite etkisi < fiyat etkisi \Rightarrow para arzı artar, faizler artar.

3.4 Faizlerin Risk ve Vade Yapısı

Piyasada çeşitli tahvil türleri bulunmaktadır. Bazen aynı vadeli tahvil türlerinin vadeye kadar getirilerinin farklı olduğunu, bazen de farklı vadeli tahvillerin vadeye

kadar getirilerinin farklı olduğunu gözlemleriz. Bu, faizlerin risk ve vade yapısıyla ilgilidir.

3.4.1 Faizlerin Risk Yapısı

Tahvillerin getirilerini etkileyen çeşitli risk faktörleri vardır. Bunlar:

- **Enflasyon Riski:** Enflasyonun, gelir dağılımını borçlu lehine, alacaklı aleyhine değiştirdiğinden önceki bölümlerde bahsetmiştik. Enflasyonist ortamlarda, borç verenlerin elde edeceği tahvil getirileri düşeceğinden, bir sermaye kaybı yaşayabilirler. Bu durumda, tahvil talebi azalacaktır. Yatırımcının maruz kaldığı bu riski azaltmak amacıyla enflasyona endeksli tahviller veya döviz endeksli tahviller sunulmaktadır.
- **Sermaye Kaybı Riski:** Sermaye kaybı riski tahvillerin vadelerinden önce satılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Yüksek fiyata (yani düşük faizle) alınan bir tahvilin, vadesinden önce düşük fiyata satılması sermaye kaybına neden olur.
- **Likidite:** Yatırımcılar istenildiğinde kolayca nakde çevrilebilecek yani likit olan enstrümanları daha çok tercih ederler. Bu sene oldukça likit olan şirket tahvillerinin, bir sene sonra kriz nedeniyle anında alıcı bulamaması söz konusu olabilir. Genelde devlet tahvilleri piyasası daha likit bir piyasa iken, şirket tahvilleri piyasası daha az likittir.
- **Vergilendirme:** Bazı tahvil türlerinin vergilendirilmesi farklıdır. Vergilendirmedeki bu farklılık da vergi oranı yüksek olan tahvilin talebinin azalmasına neden olmaktadır.
- **Borcun geri ödenememesi riski:**

Tahvillerin faizinin yada anaparasının ödenmemesi veya ödemelerin gecikmeli yapılması tahvil yatırımcıları için önemli risklerdendir. Devlet tahvilleri genelde risk-sizdir veya az risklidir. Fakat şirket tahvillerinin riski daha fazladır. Bu durumda, yatırımcıların daha riskli olan şirket tahvillerini talep edebilmeleri için bir *risk primi*

verilmesi gerekmektedir. Risk primi, riskli ve risksiz varlıkların getirileri arasındaki farktır. Risk primi ne kadar yüksek olursa, riskli varlığa, bu durumda şirket tahvillerine, olan talep artacaktır. Risk primi ekonomik gelişmelere paralel olarak değişir. Örneğin; ekonomik genişlemenin yaşandığı istikrarlı bir ortamda risk primi azalır. Buna karşın, ekonomik kriz dönemlerinde risk primi artar.

Örnek:

Başlangıçta hem hazine tahvillerinin hem de şirket tahvillerinin getirisi %5 olsun. Bir kredi derecelendirme kuruluşunun bazı şirketlerin derecelerini düşürmesi nedeniyle, yatırımcılar artık şirket tahvillerinin riskli olduğunu düşünmeye başlarlar. Bu durumda, hazine tahvillerinin talebi artar. Talebin artması, tahvil fiyatını artırarak faizini düşürür. Diyelim ki faizler başlangıçtaki %5 seviyesinden %3 seviyesine gerilesin. Öte yandan, şirket tahvillerine olan talep azalır. Talebin azalması, tahvil fiyatını düşürerek tahvil faizini artırır. Diyelim ki şirket tahvillerinin getirisi %7'ye çıkmış olsun. Sonuç itibarıyla, hazine tahvilleri ile şirket tahvillerinin getirileri arasında $7 - 3 = 4$ 'lük bir fark bulunmaktadır. Bu fark, risk primidir.

3.4.2 Faizlerin Vade Yapısı

Farklı vadelerdeki faiz oranları arasındaki ilişkiye faizlerin vade yapısı denilmektedir.

Getiri Eğrisi

Vade ve faiz arasındaki ilişkiyi gösteren eğridir. Getiri eğrileri pozitif veya negatif eğimli olabileceği gibi, vadeye göre getirinin değişmediği durumda yatay eksene paralel de olabilir.

Getiri eğrilerini elde ederken 3 teoriden söz edilir:

1. Beklentiler Teorisi
2. Bölümlere Ayrılmış Piyasalar Teorisi

3. Likidite Primi Teorisi

1. Beklentiler Teorisi (Expectations Hypothesis)

Bu teorinin temel öngörülleri aŖağıdaki gibidir:

- Farklı vadeli iki tahvil, birbirinin mükemmel ikamesi olabilir.
- Uzun dönem faizler, kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerinin ortalamasıdır.
- Uzun dönem faiz, kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerinin ortalaması olduğuna göre, uzun dönem faizlerin oynaklığı daha azdır.

Örnek:

1 yıllık tahvil faizinin önümüzdeki 5 yıl boyunca %5,%6,%7,%8,%9 olması bekleniyor. Buna göre 5 yıllık tahvilin faizi ne kadardır?

$$(\%5+\%6+\%7+\%8+\%9) 5= \%7$$

Beklentiler teorisine göre, uzun dönem faiz oranı, kısa dönem faiz oranının gelecekte beklenen değerinin ortalaması olduğu için, bu örnekte kısa dönem faizlerin gelecekte artması bekleniyor demektir.

Uzun dönem faiz oranı (%7)> cari faiz oranı (%5) olduğu için getiri eğrisi pozitif eğimli olur.

Bölgümlere AyrılmıŖ Piyasalar Teorisi

Bu teorinin temel öngörülleri aŖağıdaki gibidir:

- Farklı vadeli 2 tahvil birbirinin ikâmesi olamaz. Bu yüzden bunların ayrı piyasalarda düşünülmesi gerekir.
- Yatırımcıların farklı vadelerdeki tahvil türlerini tercih etmelerinin sebepleri vardır. Örneğin; bazı yatırımcılar sermaye kaybı riskinden dolayı uzun dönemli tahvilleri tercih etmeyebilirler.

Bu teoriye göre kısa ve uzun vadeli tahviller birbirinden ayrı piyasalarda, o piyasalardaki arz ve talep koşullarını yansıtacak şekilde ele alınmalıdır. Bu varsayımlar nedeniyle, bölümlere ayrılmış piyasalar teorisine göre kısa ve uzun dönem faizler arasında herhangi bir ilişki bulunmamaktadır. Fakat bu teori, tahvillerle ilgili olarak gerçekte gözlemlenen bazı durumları açıklamaya yeterli değildir. Bunlar:

- Farklı vadeli tahvillerin genelde birlikte hareket ettiği görülür, fakat bölümlere ayrılmış piyasalar teorisi bunu açıklayamaz.
- Kısa dönemli faizler düşükse, faizlerin genelde artması beklenir, fakat bu teori bu gözlemi de açıklayamaz.

Likidite Primi Teorisi

Bu teorinin temel öngörülleri aşağıdaki gibidir:

- Farklı vadeli 2 tahvil birbirinin ikâmesi olabilir. Fakat mükemmel ikamesi olamaz.
- Uzun dönemli faizler, kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerlerinin ortalamasına likidite priminin eklenmesiyle hesaplanır. (Bu özelliğiyle beklentiler teorisine benzer).
- Yatırımcılar genelde kısa dönemli tahvil talep ederler. (Bu özelliğiyle bölümlere ayrılmış piyasalar teorisine benzer).

Bu teoriye göre, yatırımcılar daha çok kısa vadeli tahvil tutmak isteyecekleri için uzun vadeli tahvillerin de talep edilmesini sağlamak için bir likidite primi verilmelidir.

Uzun dönem faiz= Kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerinin ortalaması + likidite primi

Burada, vade arttıkça likidite priminin artacağına dikkat edin.

Beklentiler Teorisi ile Likidite Primi Teorisi Karşılaştırması

- Kısa dönem faizlerin aynı kalması bekleniyorsa, beklentiler teorisine göre getiri eğrisi yatay eksene paralel olur, likidite primi teorisine göre getiri eğrisi artan eğilimli olur. Bunun sebebi ise vadeyle birlikte artan likidite primidir.
- Kısa dönem faizlerin çok düşmesi bekleniyorsa, beklentiler teorisine göre getiri eğrisi negatif eğimli bir eğri olacaktır. Likidite primi teorisine göre çizilen getiri eğrisi de negatif eğimli olacak ancak eğimi daha az olacaktır.
- Kısa dönem faizlerin az düşmesi bekleniyorsa, likidite primi teorisine göre getiri eğrisi yatay eksene paralel olur çünkü faizlerdeki azalma likidite primiyle dengelenir. Beklentiler teorisine göre ise getiri eğrisi negatif eğimli olur.
- Faizlerin artması bekleniyorsa, likidite primine göre çizilen getiri eğrisi daha dik olacaktır.

Örnek:

Aşağıdaki ifadenin doğru veya yanlış olup olmadığını tartışın.

Farklı vadelerdeki tahviller birbirinin yakın ikâmesi ise faizleri de birlikte hareket eder. (D/Y)

Bu ifade doğrudur. Farklı vadelerdeki tahvillerin birbirinin yakın ikâmesi olabileceğini söyleyen teori likidite primi teorisidir. Bu teoriye göre, uzun dönemli faizler kısa dönemli faizlerin gelecekte beklenen değerlerinin ortalamasıyla bulunacağından, kısa dönem faizlerin artması bekleniyorsa, uzun dönem faizler de artar.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009), Bölüm 5
- Aslan (2009), s.393-425

Bölüm 4

Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar

4.1 Finansal Piyasalar

Finansal piyasalar (financial markets): Genel tanımıyla finansal piyasalar orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılandığı piyasalardır. Finansal piyasaların ekonomide önemli bir görevi vardır: Harcayabileceğinden daha çok para kazanmış ve biriktirmiş olanların fonlarının, kazandığından daha çok fona gereksinimleri olana aktarılmasıdır. Finansal piyasaların olmadığı ya da finansal piyasaların gelişmediği durumlarda yeni yatırımlar yapılamaz. Bu nedenle, finansal piyasalar ekonomik etkinlik ve verimlilik için gereklidir.

Finansal piyasalar çeşitli kriterlere göre sınıflandırılırlar:

- Para ve Sermaye Piyasaları
- Birincil ve İkincil Piyasalar
- Organize ve Organize Olmayan Piyasalar

4.1.1 Para ve Sermaye Piyasaları

Finansal piyasalar, sağlanan fonların sürelerine göre para ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılırlar:

Para piyasaları (money markets), kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasalarda vade genellikle bir yıldan azdır. Para piyasasında, likiditesi yüksek ve riski az olan araçlar işlem görmektedir. Bu araçlar aşağıdaki gibi listelenebilir:

- Hazine Tahvilleri
- Mevduat Sertifikası
- Finansman Bonosu
- Repo
- Çek ve Senetler

Sermaye piyasaları (capital markets) ise, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. İşletmeler para piyasası araçlarını döner varlıklarını finanse etmek için kullanırken, sermaye piyasası araçlarını orta ve uzun vadeli yatırım projelerini finanse etmek veya yatırımlarını artırmak için kullanırlar. Sermaye piyasasının en önemli araçları hisse senedi ve tahvillerdir.

Hisse senetleri, şirket hisselerinin karşılığı olarak katılma payını gösteren, kanuni şekillere uygun olarak düzenlenmiş evraktır. Örneğin; 1 milyon hisseli bir şirketin 1 hissesine sahipseniz, şirketin net gelirinin milyonda biri size ait demektir.

Tahvil ise devlet, kamu kuruluşları ve anonim şirketlerin çıkardıkları, 1 yıl veya 1 yıldan daha uzun vadeli borç senedir.¹

Para ve Sermaye Piyasaları Arasındaki İlişki

Sermaye piyasası uzun vadeli, para piyasası kısa vadeli fon akımlarının gerçekleştiği piyasadır. Bu nedenle, para piyasası enstrümanları daha likittir. Şirketler ve bankalar geçici bir süre ellerinde bulundurdukları fonlar üzerinden faiz kazanmak için

¹Tahvil çeşitleri ve tahvil değerlemesi, bir sonraki bölümde ayrıntılı olarak incelenecektir.

para piyasası menkul değerlerini kullanırlar. Sigorta şirketleri veya emeklilik kurumları gibi aracı kurumlar ise uzun vadeli menkul kıymetleri tercih ederler çünkü bunların gelecekte ellerinde olacak fonlarla ilgili belirsizlikleri daha azdır.

Geniş anlamdaki sermaye piyasası kavramına para piyasası da dahil olmaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı, gerekse kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir. Faiz haddi iki piyasa arasındaki fon akımını ayarlayan bir düzenleyici olmaktadır.

Fon arz edenler, kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak yatırılabilir fonları bu piyasalardan birine veya her ikisine yönlendirilebilirler. Fon talep edenler de, ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre her iki piyasadan borçlanabilirler. Bazı aracı kuruluşlar, özellikle bankalar hem para, hem de sermaye piyasası işlemleri yapabilirler ve her iki piyasada çalışabilirler.

Para piyasası ile sermaye piyasasında cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbirleriyle ilişkilidir. Fonlar genellikle düşük faiz haddinden yüksek olana doğru kayar. Para piyasasında meydana gelen bir faiz oranı artışı, sermaye piyasasına da etki eder.

4.1.2 Birincil ve İkincil Piyasalar

Finansal piyasalar, işlem gören araçların piyasaya ilk kez olarak sürülmüş olup olmadıklarına göre, birincil ve ikincil piyasalar olarak sınıflandırılırlar.

Birincil Piyasalar (Primary Markets)

Hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile alıcıların yani tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. Buna hisse senetleri ile tahvillerin ilk kez sürülüp "ihraç"tan alındığı piyasa da denilebilir. Arada şirketin bizzat bulunmayıp bir banka ya da aracı kurumun bulunması bu alımın birincil piyasadan olmasına engel değildir.

İkincil Piyasalar (Secondary Markets)

Menkul kıymetleri ihraçtan alanlar, bunları tekrar paraya çevirmek istediklerinde, hisse senetlerinde hiçbir zaman, tahvillerde ise vadeden önce bunları nakde çevirmek için ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler. İkincil piyasalar, bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasalardır.

İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditesini arttırarak birincil piyasaya talep yaratır ve gelişmesini sağlar. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymet borsalarıdır. Birincil piyasa daha çok sermaye piyasası bilinciyle, ikincil piyasa ise menkul kıymetler piyasası bilinciyle çalışır. Birincil piyasada uzun vadeli fonların tasarruf sahibinden firmalara intikali söz konusudur ve birincil piyasada yapılan tahvil ve hisse senedi satışları sonucunda firmaya yeni sermaye girer. Oysa ikincil piyasada el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran şirketle bir ilgisi yoktur. İkincil piyasada işlem yapıldığında işlemi yapan kişi karşılığında bir ücret alır ama bu para o hisseyi çıkaran şirkete gitmez. Şirket sadece hisse senedini veya tahvili piyasaya ilk sürdüğünde yani birincil piyasada para kazanır. Buna rağmen, ikincil piyasaların ekonomideki rolü çok önemlidir. İkincil piyasaların iki işlevi vardır:

a) Nakde ihtiyaç olunan durumlarda finansal araçların daha kolay satılabilmesini sağlar, yani finansal araçları daha likit yapar. Bunların daha likit olması finansal araçlara olan talebi artırır ve dolayısıyla birincil piyasada da bu araçların işlem hacmi artar.

b) Firmanın birincil piyasada sattığı hisse senedinin veya tahvilin fiyatını belirler. Tahvilleri birincil piyasalarda alan yatırımcılar, bu tahvilin ikincil piyasadaki değerini de göz önünde bulundurur ve ikincil piyasadaki değerinden daha çok bir ödeme yapmaz. Hissenin ikincil piyasadaki değeri ne kadar yüksekse birincil piyasadaki değeri de o kadar yüksek olur ve şirket ihtiyacı olan sermayeyi daha kolay temin eder.

4.1.3 Organize ve Organize Olmayan Piyasalar

Finansal piyasalar, kurumsallaşma dikkate alınarak Örgütlenmiş (Borsa) ve Örgütlenmemiş Piyasalar (Tezgahüstü Piyasalar) olarak da sınıflandırılabilirler.

Organize Piyasalar (Organized Markets)

Organize piyasalar, alıcı ve satıcıların belli fiziksel alanlarda karşılaştığı, denetim ve gözetimi belli kurumlar tarafından yapılan piyasalardır. Organize piyasalara en iyi örnek “*borsa*” dır.

Borsa, hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlerin, kıymetli madenlerin, çeşitli zirai ürünlerin ve yabancı paraların ticaretini yapanların toplandığı yerlerdir. Borsalar iş konularına göre menkul kıymetler borsası, ticaret borsası (zirai ürün ve madenler için), döviz borsası, opsiyon borsası, altın borsası gibi çeşitli kategorilere ayrılır. Birçok ülkede menkul kıymetler borsası bireysel yatırımcılar için en önemli yatırım alanıdır. Kurumsal yatırımların da önemli bir bileşenidir. Menkul kıymet borsalarının piyasaya likidite sağlama, ekonomik kaynak yaratma, mülkiyeti tabana yayma, ekonominin göstergesi olma gibi işlevleri vardır. Menkul kıymet borsaları yatırımcılara da önemli yararlar sağlarlar: Hisse senetleri borsada işlem gören firmalar hakkında daha kolay bilgi edinilebilir, alım satım işlemlerinde belli kurallara uyulması gerektiğinden daha güvenlidir, menkul kıymet borsalarındaki finansal varlıkların alım-satımı daha kolay olduğu için likiditeleri fazladır.

İşlem hacmi en yüksek olan menkul kıymet borsaları Kuzey Amerika, Batı Avrupa ve Japon borsalarıdır. Dünyanın en büyük menkul kıymet borsası Amerika’daki New York Borsası (NYSE)’dir. Bunu, Japonya’daki Tokyo Borsası takip eder. Gerek işlem hacmi olarak, gerekse toplam piyasa değeri olarak bu iki borsa dünya toplamının üçte ikisini meydana getirirler. Batı Avrupa’daki en büyük borsa ise Londra Borsası’dır.

Sanayileşmiş ülke borsalarının en belirgin özellikleri yüksek işlem hacmi, çok sayıda firmanın kote edilmiş olması, yoğun ticaret, aracı komisyonlarının ve alım satım fiyat farklarının düşük olmasıdır. Bu borsalarda alım satım işlemlerini düzenleyen kurallar ve şeffaflık şartları oldukça sıkıdır. Bütün bunların sonucu olarak ortaya oldukça güvenilir ve büyük sürprizlerin pek görülmediği bir piyasa yapısı ortaya çıkmıştır. Türkiye, Güney Kore, Hong Kong ve Singapur gibi gelişmekte olan piyasaların borsalarında ise çok büyük karlar ve riskler söz konusudur.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 sayılı KHK ile kurulan, Sermaye Piyasası Kurumu'nun (SPK) gözetim ve denetimi altında faaliyet gösteren, tüzel kişiliği olan bir kurumdur. 26 Aralık 1985 tarihinde açılmış ve 2 Ocak 1986 günü ilk seans yapılmıştır. İMKB'nin temel görev ve yetkileri şunlardır²:

- Menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması ile ilgili başvuruları Kotasyon Yönetmeliği'nde belirtilen esaslar dahilinde incelemek, ek bilgi ve belgeler istemek, başvuruları değerlendirmek ve karara bağlamak,
- Kanuni gerekler yerine getirilerek para, kambiyo ve kıymetli maden ve taşlar ile vadeli işlemlerle ilgili piyasalar açmak,
- Borsa'da işlem görebilecek menkul kıymetler için türlerine göre menkul kıymetler pazarları oluşturmak, bu pazarlarda işlem görecekt menkul kıymetleri belirlemek ve borsa bülteninde yayınlamak, pazarlara borsa binasında yer tahsis etmek,
- Borsa'da pazarların çalışma gün ve saatlerini belirlemek ve borsa bülteninde ilan etmek,
- Borsa pazarlarında yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatları ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarlarını seans bitiminde ilan etmek,
- Borsada yapılan alım, satım işlemlerini güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları altında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuralların dışına çıkan borsa üyelerine, "İMKB Yönetmeliği"nde belirtilen yaptırımları uygulamak,
- Borsada olağan dışı olumsuz gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekli önlemleri almaktır.

Borsalarda sadece daha önce açıklanmış olan borsa üyeleri işlem yapabilirler. Borsa üyesi olabilmek için, bankaların SPK'den izin almaları, aracı kurum ve borsa

²Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu. (2002). s. 187

komisyoncularının ise borsa bankerliği belgesine sahip olmaları gerekir. Bankerlik belgesinde belirtilen yetkiler dahilinde, borsa üyeleri kendi nam ve hesaplarına veya başkası nam ve hesabına aracı olarak işlem yapabilirler. Bir şirketin hisse senetlerinin borsada işlem görebilmesi için o şirketin borsa kotuna dahil olması gerekir. Bu kararı borsa yönetim kurulu verir. Borsada işlem gören bir hisse senedi veya tahvili almak veya satmak isteyen yatırımcılar emirlerini borsa üyeleri aracılığıyla Borsa'ya iletirler. Borsa üyesi de belirli bir komisyon karşılığı müşterisinin emrini yerine getirmek üzere emri borsaya aktarır.

Hisse Senetleri Piyasası Endeksleri

Menkul Kıymetler Borsası'ndaki hisse senetleri fiyatlarının genel gidişatını takip etmek için hisse senetleri piyasası endeksleri kullanılır. Herhangi bir andaki endeks değeri o andaki hisse senedi fiyatlarının belirli bir yöntemle hesaplanan ortalamasıdır. Hisse senedi endeksleri, hisse senetleri için ödenen temettüleri dikkate almayan endekslerdir. Bu nedenle, sadece hisse senetlerinin değer kazanmasından kaynaklanan kazanç endekse yansır.

İMKB' de İMKB Ulusal-100, İMKB Ulusal-Sınai, İMKB Ulusal-Hizmetler ve İMKB Ulusal-Mali endeksleri hesaplanmaktadır. Borsa endeksleri bir manada ortalama performansı gösterdikleri için portföylerin başarıları genellikle endekse kıyas edilerek ölçülür. Yüzde getirisi endeksten daha yüksek ve aynı zamanda riski ortalama riskten daha düşük olan bir portföy başarılı sayılır.

Borsa endekslerinde meydana gelen değişiklikler, ekonominin de bir göstergesi konumundadır. Borsa endekslerini değişiklikleri takip ederek, enflasyon, büyüme, yatırımlar ve ekonomik krizlerin ekonomiye etkilerini anlamak mümkündür.

Organize Olmayan (Tezgahüstü Piyasalar) (Over the Counter Markets)

Organize olmayan piyasalar, yasal kuralları belirlenmiş olmayan, fiziki bir mekanı bulunmayan, belirli kurum ve kuruluşlarca denetlenmeyen piyasalardır. Örnek: Serbest döviz piyasası, serbest altın piyasası gibi.

4.2 Finansal Aracılık ve Finansal Kurumlar

Finansal aracılar, finansal piyasalarda fon arz edenlerle fon talep edenler arasında aracılık sağlayan kurumlardır. Bu kurumların, işlem ve bilgi edinme maliyetini azaltma, vade ve miktar ayarlama, riski dağıtma, gömüleme eğilimini azaltma gibi işlevleri vardır. Finansal aracı kurumlar aşağıdaki gibi listelenebilir:

- Merkez Bankası (Parasal yetki kurumu)
- Mevduat Bankaları (Kamu Bankaları-Özel Ticari Bankalar)
- Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar (Kalkınma ve Yatırım Bankaları)
- Diğer Finansal Kurumlar (Kredi Kooperatifleri, Sigorta Şirketleri, Yatırım Fonu, Yatırım Ortaklığı, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı)
- Yarı-finansal kurumlar (SGK)

Mevduat Bankaları

Tasarrufların ekonomiye kazandırılması bakımından önemli bir role sahiptir. Bu bankalar, topladıkları vadeli ve vadesiz mevduatları fon ihtiyacı olanlara kredi olarak kullandırır. Bankalar kamu bankaları, özel bankalar ve yabancı bankalar olmak üzere üçe ayrılır. Halihazırda ülkemizde üç adet kamu sermayeli banka (Ziraat Bankası, Halk Bankası, Vakıflar Bankası), 11 adet özel sermayeli banka ve 16 adet yabancı sermayeli banka bulunmaktadır. Son yıllarda, gelişmekte olan bir çok ekonomide olduğu gibi ülkemizde de yabancı bankaların payı giderek artmaktadır.

Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar

Mevduat kabul etmeyen finansal aracı kurumlar fonlarını mevduat dışı kaynaklardan elde ederler. Bu kurumlar, yatırım ve kalkınma bankalarıdır.

Yatırım Bankaları, sermaye piyasası araçları kullanarak yatırım yapan, mevduat kabul etmeyen, gelirleri genelde alınan ücret ve komisyonlardan oluşan kurumlardır. Yatırım bankaları aşağıdaki alanlarda faaliyet gösterir:

- Menkul kıymetlerin ikinci el piyasasında alım satımına aracılık etmek.
- Firmalara yatırım danışmanlığı hizmeti sağlamak.
- Firmalara birleşme ve devralmalarda danışmanlık hizmeti sağlamak.
- Kurumsal portföy yönetimi hizmeti sağlamak.
- Proje finansmanı sağlamak.
- Finansal kiralama işlemlerinde bulunmak.

Kalkınma Bankaları, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, kıt kaynakların verimli yatırımlara yönlendirilmesini, temel sanayi projelerinin gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla kurulur. Kalkınma bankaları yatırım bankacılığı faaliyetlerinin yanısıra, özkaynakları ve idaresi kendilerine bırakılmış olan fon ve benzeri kaynakları kullanarak kredi verme yetkisine sahip kurumlardır. Sermaye piyasalarının gelişmeye başladığı piyasalarda, kalkınma bankalarının rolü azalır.

Kalkınma bankaları, kamu sermayeli, özel sermayeli ve yabancı sermayeli bankalar olarak üçe ayrılır. Kamu sermayeli kalkınma bankaları, Eximbank, Türkiye Kalkınma Bankası ve İller Bankasıdır. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, İMKB Takas ve Saklama Bankası (Takasbank) ise özel sermayeli bankalardır.

Sigorta Şirketleri

Sigorta şirketleri bazı risklerin ortaya çıkardığı olumsuz sonuçları en aza indirebilmek için poliçeler karşılığında prim toplayarak, riskler gerçekleştiğinde bu fonları kullanarak önemli bir rol üstlenirler. Sigorta şirketleri topladıkları primleri yatırım veya kredi amaçlı olarak kullanabilirler.

Yatırım Fonları

Yatırım fonları topladıkları paralar karşılığında hisse senedi, yahvil, repo gibi sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü yönetirler. Küçük yatırımcılar genelde

tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmek konusunda yeterli bilgiye sahip değildir. Yatırım fonları bireylerden topladıkları fonları portföylerinde değerlendirmektedir. Her yatırımcıya, fon portföyüne ortak olmasını sağlayan bir katılma belgesi verilir.

Ülkemizde son yıllarda yatırım fonlarının sayısı artmaktadır. Bunun bir nedeni tasarruf sahiplerinin birikimlerini farklı finansal araçlardan oluşan portföylerle değerlendirmek istemesi, bir başka nedeni ise yatırım fonlarının sağladığı avantajlardır. Bu avantajlardan bazıları şunlardır:

- Portföyde çok çeşitli menkul kıymetler bulundurarak risk çeşitlendirmesi yapar ve riski en aza indirir.
- Birikimler profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilmektedir.
- Fon portföyündeki değişimler günlük olarak hesaplandığından, istenildiği anda paraya çevrilebilir.

Yatırım fonları A Tipi ve B tipi yatırım fonları olarak ikiye ayrılır. A tipi yatırım fonları, portföylerinin en az %25'ini Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlardır. B tipi fonlar için böyle bir sınırlandırma getirilmemiştir. Fakat farklı yatırımcılara hitap edebilmek için çok çeşitli fonlar oluşturulmuştur. Tahvil ve bono fonu, sektör fonu, değişken fon, emtia fonu, altın fonu gibi fonlar vardır.

Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıklarının amacı, tasarrufları bir havuzda toplayarak değişik menkul kıymetlerden oluşan portföylerde değerlendirmek ve elde ettikleri kazancı ortaklarına kâr payı olarak payları oranında dağıtmaktır. Yatırım ortaklıklarının diğer ortaklıklardan farkı, sadece sermaye piyasası araçlarını ve kıymetli madenleri kullanarak bir portföy oluşturmalarıdır. Yatırım ortaklıkları mevduat toplayamaz, kredi veremez, üçüncü kişiler adına menkul kıymet alım satımında aracılık edemezler.

Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları arasındaki farklar:

- Yatırım fonları tüzel kişiliğe sahip değildir, yatırım ortaklıkları tüzel kişiliğe sahiptir.
- Yatırım fonları sadece kanunda belirtilen kişilerce kurulabilir, yatırım ortaklıkları için böyle bir sınırlama yoktur. Yatırım fonları kâr dağıtımı yapmaz, yatırım ortaklıkları kâr dağıtımı yapar.
- Yatırım fonları katılma belgeleri çıkarır, yatırım ortaklıkları hisse senedi çıkarır.
- Yatırım fonu katılma belgeleri fon kurucularından alınabilirken (hatta ATM'lerden bile alınabilir), yatırım ortaklıklarının hisse senetleri ancak borsada işlem yapmaya yetkili aracı kurumlara verilen emirler ile alınabilir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul projeleri ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerden oluşan portföylere yatıran kurumlardır. GYO, gayrimenkule dayalı projelerden elde ettiği geliri ortaklarına aktarır.

4.3 Finansal Piyasaların Küreselleşmesi

Finansal piyasaların uluslararasılaşması özellikle 1990'lardan sonra, bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki yenilikler ve finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmaya başlanmasıyla birlikte görülen bir gelişmedir. Artık şirketler kaynağa ihtiyaç duydukları zaman kolayca yurt dışında kaynak arayabiliyor ya da yabancı şirketler yurt içinde yatırım yapabiliyor. Bilgisayarlar ve internet sayesinde yatırımcılar günün her saatinde dünyanın bir çok ülkesinde yatırım yapabiliyor.

Uluslararası finansal piyasalardan bahsederken bunları genel anlamda iki başlık altında ele alabiliriz:

- Euro-Para Piyasaları
- Euro-Tahvil Piyasaları

1- Euro-para Piyasaları (Euro-currencies)

Euro-para, kendi ülkesi dışındaki bankalarda bulunan paralardır. En önemlisi Amerika dışındaki bankalarda bulunan Amerikan doları cinsinden mevduatları ifade eden euro-dolar'dır. Her ne kadar bu terim başlangıçta sadece Avrupa'daki dolarlar için kullanılmış olsa da, daha sonra, ulusal kendi milli sınırları dışında işlem gören diğer paralar da Euro-para olarak adlandırıldı. Euro-para piyasası, işlemlerin telefon, faks veya internetle yapıldığı tezgahüstü piyasalara örnektir. En önemli euro-para piyasaları Londra ve New York'ta bulunur. Londra euro-para piyasasında bankalararası piyasada geçerli olan faiz oranına LIBOR denir.

Eurodollar nasıl ortaya çıktı? II. Dünya Savaşı'ndan sonra doların uluslararası ekonomik ilişkilerde önemli bir rol oynamaya başlaması sonucunda euro-dolar piyasası gelişmeye başlamıştır. Avrupa'daki birçok ülkenin dolar rezervlerini artırmaya başlaması, II.Dünya Savaşı sonrasında Amerikan ekonomik yardımları kanalıyla Avrupa'ya büyük miktarda dolar girişi olması, çok uluslu Amerikan şirketlerinin Amerika dışındaki yatırımlarını artırması, Amerika'da faiz oranlarına üst sınır konulduğu için yatırımcıların yatırımlarını Amerika dışında değerlendirmek istemeleri euro-dolar piyasasının ortaya çıkışına sebep olmuştur. Euro-para piyasalarının sağladığı bazı avantajlar nedeniyle Amerika dışında işlem gören dolar hacmi büyük boyutlara ulaştı. Bu avantajlar arasında, euro-dolarların faiz oranının daha düşük olması, bu piyasalarda daha az regülasyon (düzenleme) olması, bu piyasada elde edilen kazançlardan stopaj vergisi kesilmemesidir. Bu avantajları nedeniyle çok uluslu şirketler euro-para piyasalarında işlem yapmayı tercih ederler.

2- Uluslararası Tahvil Piyasası ve Euro-tahviller

Euro-tahvil piyasaları, kendi ülkeleri dışında çıkarılan tahvillerin alım satımının yapıldığı piyasadır. Euro-tahviller belirlendiği para birimini kullanmayan ülkelerde satılır. Örneğin, Londra'da satılan bir tahvilin Amerikan doları cinsinden olması, bu tahvilin euro-tahvil olması demektir. Euro-tahvilleri yabancı tahviller ile karıştırmak gerekir. Yabancı tahviller belirlendiği para birimini kullanan ülkede çıkarılan tahvildir.Örneğin: Alman otomobil üreticisi Porsche, Amerika'da dolar cinsinden bir tahvil satarsa bu yabancı tahvildir.

Euro-tahvil piyasaları, şirket veya devletlerin yurtdışından kaynak sağlamalarını kolaylaştırması bakımından önemlidir. Euro-tahvil piyasasının bu piyasada işlem gerçekleştirenlere sağladığı bazı avantajlar vardır. Bunlar: Bu piyasaların katı düzenlemelere tabi olmaması dolayısıyla esneklik ve serbestlik getirmesi, ulusal kontrollerden kaçınmak amacıyla gizlilik ilkesinin uygulanması, bu tahvillerden elde edilen faiz gelirin stopaj vergisine tabi olmamasıdır.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009) Bölüm 2.
- Parasız (2008), s.636-646
- Keyder (2008), s.209-229

Bölüm 5

Para Arzı Süreci

Birinci bölümde para arzı aktörlerinden bahsetmiş ve merkez bankalarının para arzını kontrol eden kurumlar olduğunu söylemiştik. Ancak, mevduat bankaları halktan mevduat toplayarak ve bu mevduatları kredi olarak kullanarak kaydi para yaratım sürecinde önemli bir rol oynarlar. Bu bölümde önce bankaların kaydi para yaratma sürecinden bahsedeceğiz. Daha sonra mevduat çarpanı, para tabanı, para çarpanı gibi önemli kavramları açıklayacağız. Son olarak, para arzının belirleyicilerinden söz edeceğiz.

Kaydi Para

Kaydi para, bankalar ve benzeri finansal araçlar nezdindeki üzerine çek yazılabilen vadesiz mevduattır. Buna, 'banka parası' da denir. Birbirlerinden farklı bankalarda çalışan ekonomik birimler borçlarını vadesiz mevduat hesapları üzerine çek yazarak öderler ve bu çekleri alanlar bunları kendi bankalarına yatırarak bu bankalarda vadesiz mevduat hesabına sahip olurlar. Bankalarda mevduatları bulunanlar, vadesiz mevduatları üzerine çek yazarak işlem yaptıkça kaydi para bankalar arasında el değiştirir.

Bankaların kaydi para yaratmasından söz etmeden önce bankaların ve Merkez Bankasının bilançolarına göz atmak gerekir. Buradaki asıl amacımız banka bilançolarının ayrıntılı bir analizi değildir. Gerçekte finansal kurumların bilançoları oldukça karmaşıktır. Biz burada bilançoları en basit haliyle ele alarak kaydi para yaratma sürecinin nasıl işlediğinden bahsedeceğiz.

5.1 Ticari Banka ve Merkez Bankası Bilançoları

Basit haliyle merkez bankasının bilançosu aşağıda görülebilir. Merkez bankası bilançosunun aktifinde reeskont kredileri ile hazine ve hükümet kuruluşlarına ait devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) bulunur. **Reeskont** bankalarca iskonto edilmiş senetlerin merkez bankasına yeniden iskonto edilmesidir. Mevduat bankaları likidite sıkıntısı çektiklerinde merkez bankasına başvurarak ellerindeki senetleri iskonto ettirip merkez bankasından borçlanabilirler. Merkez bankasının mevduat bankalarına bu şekilde verdiği krediye **reeskont kredisi** adı verilir.

Merkez bankasının bilançosunun pasifinde ise rezervler yani ticari banka mevduatları vardır. Rezervler, zorunlu rezervler ile serbest rezervlerin toplamına eşittir. Mevduat bankaları, vadesiz mevduatlarının yasayla belirlenen oranını merkez bankasındaki rezerv hesaplarında tutmak zorundadır. Bu orana, **zorunlu karşılık oranı** denir.¹ Böyle bir mekanizma getirilmesinin sebebi, bankaların aniden gerçekleşebilecek mevduat çıkışlarını karşılayabilmelerini sağlamaktır. Zorunlu karşılık miktarı aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{zorunlu karşılık miktarı} = \text{vadesiz mevduatlar} \times \text{zorunlu karşılık oranı}$$

Bankalar, isterlerse zorunlu karşılık oranının üzerinde bir miktarı rezerv hesaplarında tutabilirler. Buna **serbest rezerv** denir². Bankaların merkez bankasında buldukları bu rezerv hesapları merkez bankasının bir yükümlülüğü olduğu için bilançonun pasif kısmında gösterilir³ Merkez bankasının pasifinde yer alan bir başka kalem ise dolaşımdaki paradır. **Dolaşımdaki para**, bankadışı kesimin elinde bulundurduğu nakit paradır. Merkez bankasının bilançosu aşağıda gösterilmiştir⁴

¹Bir sonraki bölümde zorunlu karşılık oranı hakkında ayrıntılı bilgi verilecek ve zorunlu karşılık oranının bir para politikası aracı olarak nasıl kullanıldığı anlatılacaktır.

²Bankaların serbest rezerv bulundurma isteğini etkileyen faktörler bir sonraki bölümde ele alınmaktadır.

³Derste takip ettiğimiz temel kitap Mishkin (2009)'le tutarlı olması açısından banka mevduatlarını rezervler olarak adlandıracağız.

⁴Daha önce de belirttiğimiz gibi, bu bölümde amaç kaydi para yaratma sürecini analiz etmektir. Bu nedenle TCMB bilançosu çok basit haliyle ele alınmıştır. Bilançonun aktifinde ayrıca hükümete verilen krediler, merkez bankasındaki döviz, altın vb. gibi dış rezervler de bulunmaktadır. TCMB'nin ayrıntılı bilançosuna TCMB web sayfasından ulaşılabilir.

Aktifler	TCMB	Pasifler
DİBS Reeskont Kredileri	Dolaşımdaki Para Rezervler	

Şimdi de bankaların bilançosuna göz atalım. Yine, basit haliyle bir ticari banka bilançosu aşağıda gösterilmiştir.

Aktifler	A Bankası	Pasifler
DİBS Rezerv Krediler	Vadesiz Mevduatlar Reeskont Kredileri	

Ticari bankalar da merkez bankaları gibi hazine ve hükümet kuruluşlarına ait devlet iç borçlanma senetlerini aktiflerinde bulundurlar. Merkez bankasının pasifleri arasında yer alan rezervler, ticari bankaların aktifidir. Ticari bankaların hanehalkı veya şirketlere kullandıkları krediler ise ticari bankaların aktifidir. Ticari bankaların bilançosunun pasifinde ise merkez bankasından aldıkları reeskont kredileri ve hanehalkı veya şirketlerden topladıkları mevduatlar bulunmaktadır.

5.1.1 Bankaların Kaydi Para Yaratması

Bankalar ellerinde bulunan mevduatları kullanarak veya merkez bankasından elde ettikleri rezervlerle kaydi para yaratabilirler. Bankaların rezervleri arttıkça, bankalar bu ilave rezervleri kredi olarak kullanırlar, krediyi alanlar bununla yaptıkları harcamaları çekle ödeyerek mevduat yaratmış olurlar.

rezervler \uparrow \rightarrow krediler \uparrow \rightarrow mevduat \uparrow \rightarrow krediler ...

Kaydi para yaratım sürecinde merkez bankasının rolü çok önemlidir çünkü yukarıda görüldüğü gibi bankaların yeni krediler verebilmeleri ve yeni mevduat yaratabilmeleri rezervlerinin artmasına bağlıdır. Merkez bankası bankaların rezervlerini iki şekilde etkileyebilir:

1. Bankalara reeskont kredisi vererek.

Merkez Bankasının bankalara reeskont kredisi vererek banka rezervlerini nasıl artırdığını bilanço üzerinde bir örnek vererek açıklayalım.

Örnek: Merkez bankası 'A Bankası' na 100 TL'lik reeskont kredisi verirse, merkez bankasının ve A Bankası' nın bilançoları nasıl değişir?

Merkez bankası A Bankası'na 100 TL'lik reeskont kredisi verdiğinde, bu Merkez bankasının aktifine artı olarak yazılır. Merkez bankasının A Bankası'ndan alacağına 100 TL eklenmiş demektir. Merkez bankası bu borcu A Bankası'nın Merkez bankası nezdindeki rezerv hesabına yatıracağı için merkez bankası bilançosunda pasif tarafında yer alan rezerv hesabına 100 TL artı olarak kaydedilir. Bu, Merkez bankasının A Bankası'na yükümlülüğünün 100 TL artmış olması anlamına gelir. Merkez bankasının bilançosu aşağıdaki şekilde değişmiştir.

Aktifler	TCMB		Pasifler
Reeskont	+ 100 TL	Rezervler	+ 100 TL

Şimdi bu 100 TL'lik reeskont kredisinin A Bankası'nın bilançosunu nasıl etkilediğine bakalım:

Aktifler	A Bankası		Pasifler
Rezervler	+ 100 TL	Reeskont Kredisi	+ 100 TL

A Bankası, merkez bankasından 100 TL borçlandığında, bu A Bankası'nın pasifinde + 100 TL olarak gösterilir çünkü bankanın merkez bankasına vereceği para 100 TL artmıştır. Banka, merkez bankasından borçlanarak rezervini 100 TL artırmıştır.

2. Açık piyasa işlemleri yoluyla bankalardan DİBS satın alarak.

Merkez Bankasının bankalardan DİBS satın alarak banka rezervlerini nasıl artırdığını bilanço üzerinde bir örnek vererek açıklayalım.

Örnek: Merkez bankası 'A Bankası' ndan 100 TL'lik DİBS satın alırsa, merkez bankasının ve A Bankası' nın bilançoları nasıl değişir?

Merkez bankası A Bankası'ndan 100 TL'lik DİBS satın alırsa, bu merkez bankasının aktifine artı olarak yazılır çünkü elindeki DİBS sayısı artmıştır. Merkez bankası, satın aldığı DİBS'lerin karşılığını A Bankası'nın merkez bankasındaki rezerv hesabına yatıracaktır. Böylece, merkez bankası bilançosunun pasifinde yer alan rezerv hesabı + 100 TL olarak kaydedilir. Bu, merkez bankasının A Bankası' na yükümlülüğünün 100 TL artmış olması anlamına gelir. Merkez bankasının bilançosu aşağıdaki şekilde değişmiştir.

Aktifler	TCMB		Pasifler
DİBS	+ 100 TL	Rezervler	+ 100 TL

Merkez bankasının A Bankası'ndan 100 TL'lik DİBS almasının A Bankası'nın bilançosunu üzerindeki etkisi ise şöyledir:

Aktifler	A Bankası		Pasifler
Rezervler	+100 TL		
DİBS	-100 TL		

Her iki örnekte de ticari bankanın rezervleri 100 TL artmıştır. Biz, bankanın rezerv hesabında görülen bu 100 TL' lik artışla ilgileniyoruz. A Bankası şimdi fazladan 100 TL'lik rezerve sahip. Peki banka bu rezervleri nasıl kullanacak? Bu fazla rezervler hangi kanallarla kaydı para yaratımına yol açacak? Şimdi bu süreçten bahsedelim.

5.1.2 Bankacılık Sisteminin Kaydi Para Yaratması

Basit Model:

Kaydi para yaratımı sürecinin daha iyi anlaşılması için öncelikle basit bir model ele alacağız. Basit modelin varsayımları aşağıdaki gibidir:

- Bankalar serbest rezerv bulundurmaz.
- Bankadışı kesim nakit bulundurmaz, yani işlemler çekle yapılır.

Bu varsayımlara göre bankacılık sisteminin kaydi para yaratmasını bir örnekle açıklayalım:

Örnek: Merkez Bankasının A Bankası'ndan 100 TL'lik DİBS satın alması sonucunda bankacılık sisteminde kaydi para yaratım süreci nasıl gerçekleşir? Bu bankacılık sisteminde zorunlu karşılık oranı %10 ise, bankacılık sisteminde toplam ne kadarlık kaydi para yaratılır?

1. aşama: Merkez Bankası A Bankası'ndan 100 TL'lik DİBS satın alırsa, A Bankası'nın bilançosu aşağıdaki gibi değişir:

Aktifler	A Bankası	Pasifler
Rezervler	+100 TL	
DİBS	-100 TL	

2. aşama: A Bankası'nın rezervleri 100 TL artmıştır. Bu 100 TL'nin tamamı serbest rezervdir. Bu modelde bankaların serbest rezerv tutmak istemeyeceklerini varsaydığımız için A Bankası bu 100 TL'nin tamamını kredi olarak kullanırmak isteyecektir. A Bankası 100 TL'lik kredi verdiğinde bilançosu aşağıdaki gibi değişir.

Aktifler	A Bankası		Pasifler
Rezervler	+100 TL	Vadesiz Mevduat	+100 TL
DİBS	-100 TL		
Kredi	+100 TL		

Banka, kredilerini 100 TL artırdığı için bu, banka bilançosunun aktifinde artı olarak kaydedilir. Bankalar kredi verdiklerinde, bunun bedelini pasiflerinde oluşturdukları vadesiz mevduat hesabında gösterirler. Bir başka ifadeyle, bankalar kredi verdiklerinde vadesiz mevduat oluşturmuş olurlar. Bu nedenle, A Bankası 100 TL kredi verdiğinde, vadesiz mevduat hesabı da 100 TL artmış olur.

3. aşama: A Bankası'ndan 100 TL'lik kredi alan kişi bu parayla bazı harcamalar yapacaktır. Varsayımımız gereği, bu harcamaların karşılığını nakit olarak değil çekle yapacaktır. Diyelim ki A Bankası'ndan 100 TL kredi alan kişi, XYZ şirketinden mal satın aldı ve karşılığını çekle ödedi. XYZ şirketinin ise B bankasında hesabı var. Bu durumda A Bankası'ndan B Bankasına doğru bir para akışı olacaktır. XYZ şirketi aldığı çeki kendi bankasına yani B Bankasına götürecektir, B Bankası da bu çeki merkez bankasındaki takas odasına götürecektir ve tutar A Bankasından B bankasına transfer edilecektir. Yani 100 TL' nin A Bankası'ndan B Bankası'na transferi merkez bankası aracılığıyla yapılacaktır. Bu nedenle B Bankası'nın rezerv hesabı 100 TL artacaktır. B Bankası, 100 TL' lik çek aldığı anda bedelini kişinin vadesiz mevduat hesabında gösterir. Böylece banka bilançosunun pasifindeki vadesiz mevduat kalemi 100 TL artmış olur. Bu durumda B Bankası'nın bilançosu aşağıdaki gibidir:

Aktifler	B Bankası		Pasifler
Rezervler	+100 TL	Vadesiz Mevduat	+100 TL

4. aşama: B Bankası'nın rezervleri artık 100 TL artmıştır. B Bankası serbest rezervleri tutarında kredi vermek isteyecektir. Fakat bu 100 TL' nin hepsi serbest rezerv değildir. B Bankası, vadesiz mevduatlarının belli bir kısmını zorunlu karşılık olarak merkez bankasında tutmak zorundadır. Merkez bankasında tutmak zorunda

olduğu miktarı hesaplayıp bunu toplam rezervlerden çıkararak, bankanın serbest rezerv miktarını bulabiliriz.

$$\text{zorunlu karşılık miktarı} = \text{vadesiz mevduatlar} \times \text{zorunlu karşılık oranı}$$

$$\text{zorunlu karşılık miktarı} = 100 \times 0,10$$

$$\text{zorunlu karşılık miktarı} = 10 \text{ TL}$$

Demek ki, B Bankası 10 TL'yi merkez bankasındaki rezerv hesabında tutmak zorundadır. Bu durumda bankanın serbest rezervlerinin miktarı:

$$\text{serbest rezervler} = \text{toplam rezervler} - \text{zorunlu rezervler (zorunlu karşılık)}$$

$$\text{serbest rezervler} = 100 - 10 = 90 \text{ TL dir.}$$

B Bankası, 90 TL'nin tamamını kredi olarak kullanırmak isteyecektir. B Bankası zorunlu karşılıklarını yatırdıktan sonra bilançosu aşağıdaki gibi değişir:

Aktifler	B Bankası		Pasifler
Rezervler	+10 TL	Vadesiz Mevduat	+100 TL
Kredi	+90 TL		

5. aşama: Diyelim ki B Bankası'ndan 90 TL'lik krediyi alan kişi bu krediyle harcama yaptı ve bedelini çekle ödedi. Çeki alan kişinin C Bankası'nda hesabı var. Bu durumda, 4. aşamada açıkladığımız gibi B Bankası'ndan C Bankası'na 90 TL tutarında bir para transferi gerçekleşecektir. C Bankası'nın bilançosu aşağıdaki gibidir:

Aktifler	C Bankası		Pasifler
Rezervler	+90 TL	Vadesiz Mevduat	+90 TL

C Bankası, vadesiz mevduatlarının %10'unu zorunlu karşılık olarak ayırdıktan sonra kalan 81 TL'lik serbest rezervini kredi olarak kullanacaktır.

Aktifler	C Bankası		Pasifler
Rezervler	+9 TL	Vadesiz Mevduat	+90 TL
Kredi	+81 TL		

Bu süreç ne zamana kadar devam edecektir? Sistemdeki tüm bankaların serbest rezervi sıfır olana kadar devam edecektir. Şimdi de bu bankacılık sisteminde (zorunlu karşılık oranı %10 ise) toplam ne kadarlık kaydi para yaratıldığı sorusuna cevap arayalım. Bu soruya cevap verebilmek için kaydi para çarpanından bahsedelim.

5.1.3 Kaydi Para Çarpanı (Mevduat Çarpanı)

Mevduat çarpanı, bankacılık sisteminde ne kadarlık kaydi para yaratıldığını miktar olarak ölçmeye yarar. Bu bölümde kullandığımız basit modelde (yani bankaların serbest rezerv tutmadıkları ve hanehalklarının nakit tutmadıkları varsayımları altında) yaratılan kaydi para miktarı aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\Delta D = \Delta R \cdot \frac{1}{r_d} \quad (5.1)$$

burada ΔD vadesiz mevduat oranındaki değişiklik, ΔR rezervlerdeki değişiklik, r_d ise zorunlu karşılık oranını gösterir.

Önceki örneğimize dönersek: Merkez Bankasının A Bankası'ndan 100 TL'lik DİBS satın alması sonucunda (zorunlu karşılık oranı %10 ise), bankacılık sisteminde toplam ne kadarlık kaydi para yaratılır?

Denklem (5.1)' i kullanarak:

$$\Delta D = 100 \cdot \frac{1}{0,10} \rightarrow \Delta D = 1000$$

olarak bulunur. Demek ki tüm bankacılık sisteminde yaratılan toplam mevduat miktarı, rezervlerdeki değişikliğin 10 katı kadar olmuştur.

Örnek: Merkez bankası bankalara 3 milyon TL’lik DİBS satarsa, bankacılık sisteminde serbest rezervler sıfır olduğunda, bankacılık sistemi bilançosu nasıl değişir?

Aktifler	Bankacılık Sistemi		Pasifler
DİBS	+3 milyon		
Rezervler	-3 milyon	Vadesiz Mevduat	-30 milyon
Kredi	-30 milyon		

Basit Modelin Eleştirisi

Basit modelde, bankaların serbest rezerv tutmak istemediklerini ve bankadışı kesimin nakit bulundurmamak istemediğini varsaymıştık. Bu varsayımları, kaydi para yaratım sürecini daha iyi anlamak için yapmıştık. Basit model, bu varsayımların katılığı nedeniyle gerçekte kaydi para yaratımını iyi bir şekilde açıklayamaz. Bunun iki sebebi vardır:

- Bankalar serbest rezerv tutarlar.
- Bankadışı kesim her zaman çekle çalışmaz, nakit bulundurur.

Bankaların serbest rezerv tutması ve bankadışı kesimin nakit bulundurması, bankacılık sisteminde daha az kaydi para yaratılması anlamına gelir. Şimdi bu varsayımların geçerli olmadığı durumlarda kaydi para yaratım sürecinin nasıl çalıştığını açıklayalım. Bunun için öncelikle merkez bankasının para tabanını ve para arzını nasıl etkilediğini açıklayacağız ve sonra para çarpanından bahsedeceğiz.

5.2 Para Arzı ve Para Tabanı

5.2.1 Para Tabanı

Para tabanı, dolaşımdaki para ile bankaların merkez bankasındaki rezervlerinin toplamından oluşur.

$$MB = C + R$$

burada MB para tabanı, C dolaşımdaki para, R bankaların merkez bankasındaki rezervleridir.

Merkez bankası, para arzını kontrol etmek için para tabanını kontrol etmeye çalışır.

5.3 Merkez Bankası Para Arzını Nasıl Kontrol Eder?

Merkez bankası para arzını dört şekilde kontrol eder:

- Açık piyasa işlemleri (APİ)
- Reeskont oranı
- Zorunlu karşılık oranı
- Döviz işlemleri

Bu durumda, basit modeldeki varsayımları kaldırdığımızda, para arzının belirleyicileri aşağıdaki gibidir:

1. Açık piyasa işlemleri
2. Reeskont kredileri
3. Zorunlu karşılık oranı
4. Bankaların serbest rezerv bulundurma isteği
5. Bankadışı kesimin nakit bulundurma isteği

5.3.1 Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ) merkez bankasının para tabanını etkilemek için hazine tahvil ve bonolarını alıp satması işlemidir. Merkez bankasının bankalardan veya bankadışı kesimden tahvil ve bono alması, para tabanını artırırken, tahvil ve bono satması para tabanını azaltır.

a) Merkez Bankası'nın Bir Bankadan Açık Piyasa Alımı Gerçekleştirilmesi

Örnek: Merkez Bankası, bir bankadan DİBS alımı gerçekleştirirse, para tabanı nasıl değişir?

Merkez bankasının aktifindeki DİBS miktarı 100 TL artacak, rezerv hesabı 100 TL artacaktır. Bu durumda, merkez bankasının bilançosu aşağıdaki gibi değişir:

Aktifler	TCMB		Pasifler
DİBS	+100 TL	Rezerv	+100 TL

Bankanın aktifindeki DİBS miktarı 100 TL azalacak, fakat bankanın merkez bankası nezdindeki rezerv hesabı 100 TL artacaktır.

Aktifler	A Bankası		Pasifler
DİBS	-100 TL		
Rezerv	+100 TL		

Para tabanı, dolaşımdaki para artışı rezervler olarak tanımlandığı için rezervlerdeki artış para tabanını artırır.

$$MB = C + R \uparrow$$

Para arzını, dolaşımdaki para artışı vadesiz mevduatlar olarak tanımlamıştık. Örnekte, dolaşımdaki para herhangi bir değişiklik yok. İlk bakışta vadesiz mevduatta

da değişim olmamış gibi görünebilir ancak bir önceki bölümde açıkladığımız kaydı para yaratım süreci ve mevduat çarpanını hatırlarsanız, bankanın rezervinin artması sonucunda vadesiz mevduatların artacağını dolayısıyla para arzının artacağını görebilirsiniz. Sonuç olarak;

API alımı → rezervler ↑ → para tabanı ↑ → para arzı ↑

API satışı → rezervler ↓ → para tabanı ↓ → para arzı ↓

b) Merkez Bankası'nın Bankadışı Kesimden Açık Piyasa Alımı Gerçekleştirilmesi

Örnek: Merkez Bankası, bankadışı kesimden 100 TL'lik DİBS alımı gerçekleştirirse, para tabanı nasıl değişir?

i) Bankadışı Kesim Çekle Çalışırsa

Bankadışı kesim DİBS'lerin karşılığında merkez bankasından 100 TL 'yi çekile alırsa ve bu çeki ticari bir bankaya yatırarsa, merkez bankasının aktifindeki DİBS miktarı 100 TL artacak, rezerv hesabı 100 TL artacaktır. Bu durumda, merkez bankasının bilançosu aşağıdaki gibi değişir:

Aktifler	TCMB		Pasifler
DİBS	+100 TL	Rezerv	+100 TL

Bankadışı kesim ticari bankaya 100 TL'lik çek verdiği için ticari bankanın rezervleri ve vadesiz mevduatı 100 TL artacaktır. Bankadışı kesimin aktifindeki DİBS miktarı 100 TL azalacaktır. Bankadışı kesim ödemeyi çekle aldığı ve bu çeki bankaya verdiği için vadesiz mevduatları 100 TL artacaktır.

Aktifler	Banka Dışı Kesim		Pasifler
DİBS	-100 TL		
Vadesiz Mevduat	+100 TL		

Aşağıda ise ticari bankanın bilançosundaki değişiklik gösterilmektedir.

Aktifler	A Bankası		Pasifler
Rezerv	+100 TL	Vadesiz Mevduat	+100 TL

Sonuç olarak, para tabanı, dolaşımdaki para artı rezervler olarak tanımlandığı için rezervlerdeki artış para tabanını artırır. Vadesiz mevduatlar arttığı için para arzı da artar.

$$MB = C + R \uparrow$$

Bankadışı kesimden APİ alımı (Çekle) → rezervler ↑ → para tabanı ↑ → para arzı ↑

ii) Bankadışı Kesim Nakit Bulundurursa

Bankadışı kesim DİBS'lerin karşılığında merkez bankasından 100 TL 'yi nakit olarak alırsa, ticari bankalar devreden çıkmış olacaktır. Burada, merkez bankasının aktifindeki DİBS miktarı 100 TL artacak, merkez bankası DİBS'lerin karşılığını nakit olarak ödediği için dolaşımdaki para 100 TL artacaktır. Bu durumda, merkez bankasının bilançosu aşağıdaki gibi değişir:

Aktifler	TCMB		Pasifler
DİBS	+100 TL	Dolaşımdaki Para	+100 TL

Bankadışı kesimin aktifindeki DİBS miktarı 100 TL azalacak. Bankadışı kesim ödemeyi nakit olarak aldığı için, dolaşımdaki para 100 TL artacaktır.

Aktifler	Banka Dışı Kesim	Pasifler
DİBS	-100 TL	
Dolaşımdaki Para	+100 TL	

Sonuç olarak, para tabanı, dolaşımdaki para artı rezervler olarak tanımlandığı için dolaşımdaki paranın artması para tabanını artırır. Dolaşımdaki paranın artması, para arzını da artırır. Burada, APİ alımının rezervler üzerindeki etkisinin, bankadışı kesimin nakit bulundurup bulundurmamasına bağlı olduğuna dikkat edin:

- Bankadışı kesim işlemlerini çekle gerçekleştirirse.
APİ alımı → rezervler ↑ → para arzı ↑
- Bankadışı kesim nakit bulundurursa.
APİ alımı → rezervler etkilenmez, fakat dolaşımdaki para ↑ → para arzı ↑
- Bankadışı kesim işlemlerini çekle gerçekleştirirse kaydi para yaratımı söz konusuysen, bankadışı kesim nakit bulundurursa banka rezervlerinde bir değişiklik olmayacağı için kaydi para yaratılmaz.

5.3.2 Reeskont Kredileri

Örnek: Diyelim ki Merkez Bankası reeskont oranlarını düşürdü, bunun sonucunda bir ticari banka merkez bankasından 100 TL reeskont kredisi aldı. Bu durumda para tabanı nasıl değişir?

Merkez bankası A Bankası'na 100 TL'lik reeskont kredisi verdiğinde, bu merkez bankasının aktifine artı olarak yazılır. Merkez bankasının A Bankası'ndan alacağına 100 TL eklenmiş demektir. Merkez bankası bu borcu A Bankası'nın merkez bankası nezdindeki rezerv hesabına yatıracağı için merkez bankası bilançosunda pasif tarafında yer alan rezerv hesabına 100 TL artı olarak kaydedilir. Bu, merkez bankasının A Bankası'na yükümlülüğünün 100 TL artmış olması anlamına gelir. Merkez bankasının bilançosu aşağıdaki şekilde değişmiştir.

Aktifler	TCMB		Pasifler
Reeskont	+ 100 TL	Rezervler	+ 100 TL

Şimdi bu 100 TL'lik reeskont kredisinin A Bankası'nın bilançosunu nasıl etkilediğine bakalım:

Aktifler	A Bankası		Pasifler
Rezervler	+ 100 TL	Reeskont Kredisi	+ 100 TL

Sonuç olarak, para tabanı, dolaşımdaki para artı rezervler olarak tanımlandığı için rezervlerdeki artış para tabanını artırır.

Reeskont kredileri \uparrow \rightarrow rezervler \uparrow \rightarrow para tabanı \uparrow \rightarrow para arzı \uparrow

Reeskont kredileri \downarrow \rightarrow rezervler \downarrow \rightarrow para tabanı \downarrow \rightarrow para arzı \downarrow

5.3.3 Zorunlu Karşılık Oranı

Merkez bankası para arzını zorunlu karşılık oranını değiştirerek de etkileyebilir.

zorunlu karşılık oranı \downarrow \rightarrow serbest rezervler \uparrow \rightarrow para arzı \uparrow

zorunlu karşılık oranı \uparrow \rightarrow serbest rezervler \downarrow \rightarrow para arzı \downarrow

Buraya kadar, merkez bankasının açık piyasa işlemleri ve reeskont kredileri yoluyla para tabanını nasıl kontrol ettiğinden bahsettik. Fakat, burada dikkat edilmesi gereken husus para tabanının merkez bankasının tamamen kontrolü altında olmadığıdır. Merkez bankası, açık piyasa işlemleri yoluyla para tabanını istediği oranda kontrol edebilir fakat reeskont kredileri tamamen kontrolü altında değildir çünkü bankaların merkez bankalarından borçlanmalarını belirleyen tek faktör reeskont

oranı değildir. Örneğin, reeskont oranı çok düşük olsa bile bankalar merkez bankasından borçlanmak istemeyebilirler, bu durumda merkez bankası para tabanını istediği gibi kontrol edemez.

5.4 Para Çarpanı

Para arzı ile para tabanı arasındaki ilişkiyi para çarpanı yoluyla anlarız. Para çarpanı, para tabanındaki 1 TL'lik değişikliğe karşı para arzının ne kadar değişeceğini hesaplamamıza yardımcı olur. Para çarpanı genelde 1'den büyüktür.

$$M = m \cdot MB \quad (5.2)$$

burada M para arzını, MB para tabanını, m ise para çarpanını gösterir.

Para Çarpanının Türetilmesi

Bankalar topladıkları mevduatların bir kısmını karşılık olarak merkez bankasındaki rezerv hesaplarında tutmak zorundadırlar. Bankalar zorunlu oranın üzerinde bir miktar isterlerse merkez bankasında tutabilirler. Bu durumda bankaların toplam rezervleri, zorunlu ve serbest rezervlerin toplamından oluşur:

$$R = RR + ER \quad (5.3)$$

burada R toplam rezervler, RR zorunlu rezervler ve ER serbest rezervlerdir.

Daha önceki bölümden zorunlu rezervlerin şu şekilde hesaplandığını biliyoruz:

$$R = D \cdot r_d \quad (5.4)$$

D mevduatlar, r_d zorunlu karşılık oranı.

Denklem (5.4)'yi Denklem (5.3)' de yerine yazarsak:

$$R = D \cdot r_d + ER \quad (5.5)$$

Para tabanını daha önce tanımlamıştık:

$$MB = C + R \quad (5.6)$$

burada C dolaşımdaki para, R rezervlerdir.

Denklem (5.5)'yi Denklem (5.6)' de yerine yazarsak:

$$MB = C + D \cdot r_d + ER \quad (5.7)$$

elde ederiz.

Daha sonra aşağıdaki tanımlamaları yapalım:

$$C = \frac{C}{D} \cdot D \quad (5.8)$$

$$ER = \frac{ER}{D} \cdot D \quad (5.9)$$

Buna göre para tabanını yeniden yazalım.

$$MB = \frac{C}{D} \cdot D + D \cdot r_d + \frac{ER}{D} \cdot D \quad (5.10)$$

Bu ifadeyi yeniden yazalım:

$$MB = D \left(\frac{C}{D} + \frac{ER}{D} + r_d \right) \quad (5.11)$$

Burada D 'yi çekelim.

$$D = \frac{1}{\frac{C}{D} + \frac{ER}{D} + r_d} \cdot MB \quad (5.12)$$

Şimdi, dolaşımdaki para/vadesiz mevduat (C/D) ve serbest rezervler/vadesiz (ER/D) mevduat oranlarını aşağıdaki gibi tanımlayalım:

$$c = \frac{C}{D}, \quad er = \frac{ER}{D} \quad (5.13)$$

Bu durumda D aşağıdaki gibi yazılır:

$$D = \frac{1}{c + er + r_d} \cdot MB \quad (5.14)$$

Para arzı dolaşımdaki para ile vadesiz mevduatların toplamına eşittir.

$$M = C + D \quad (5.15)$$

Denklem (5.8)'i bu ifadede yazarsak:

$$M = D \left(\frac{C}{D} + 1 \right) \quad (5.16)$$

$c = C/D$ olduğuna göre,

$$M = D(c + 1) \quad (5.17)$$

Daha önce bulduğumuz D 'yi bu denklemde yerine koyarak aşağıdaki ifadeyi elde ederiz:

$$M = \frac{1 + c}{r + e + c} \cdot MB \quad (5.18)$$

Burada $(1+c)/(r+e+c)$ ifadesi para çarpanını verir.

Örnek:

Zorunlu karşılık oranı %10, vadesiz mevduat miktarı 800 milyar, dolaşımdaki para 400 milyar ve serbest rezervler 0.8 milyarsa, para çarpanını hesaplayınız ve yorumlayınız.

Cevap:

D=800 milyar

$C=400$ milyar

$ER=0,8$ milyar

$r_d=0,10$

Bu durumda:

$$\frac{C}{D} = \frac{400}{800} = 0,5$$

$$\frac{ER}{D} = \frac{0,8}{800} = 0,001$$

Verilenleri denklem (5.18)'de yerine yazarsak:

$$M = \frac{0,5 + 1}{0,10 + 0,5 + 0,001} = 2,5$$

Yorum: Para tabanındaki 1 TL'lik artış para arzında 2,5 TL'lik artışa yol açar.

Örnek:

Yukarıdaki örnekte verilenleri dikkate alarak mevduat çarpanıyla (kaydi para çarpanı) para çarpanını karşılaştırınız.

Para çarpanı= 2,5 olarak bulmuştuk. Mevduat çarpanı ise

$$\frac{1}{r_d} = \frac{1}{0,1} = 10$$

Burada, mevduat çarpanının para çarpanından büyük olduğu görülmektedir. Bunun sebebi, para çarpanı hesaplanırken bankaların serbest rezerv tutmalarının ve bankadışı kesimin nakit bulundurmasının da dikkate alınmasıdır. Bu iki faktör ekonomide daha az kaydi para yaratılmasına neden olur.

5.5 Para Çarpanının Belirleyicileri

Denklem (5.18)'e göre para çarpanının belirleyicileri şunlardır:

1. Zorunlu Karşılık Oranı

zorunlu karşılık oranı (r_d) ↓ → para çarpanı ↑

zorunlu karşılık oranı (r_d) ↑ → para çarpanı ↓

2. Dolaşımdaki Para Oranı

dolaşımdaki para / mevduat (C/D) ↓ → para çarpanı ↑

dolaşımdaki para / mevduat (C/D) ↑ → para çarpanı ↓

3. Serbest rezervler

serbest rezervler / mevduat (ER/D) ↓ → para çarpanı ↑

serbest rezervler / mevduat (ER/D) ↑ → para çarpanı ↓

Bankaların Serbest Rezerv Bulundurma İsteğini Etkileyen Faktörler

Bankaların mevduatlarının belli bir kısmını merkez bankasındaki hesaplarında tutmak zorunda olduklarını fakat isterlerse bu oranın üzerinde bir oranı da serbest rezerv olarak tutabileceklerini daha önce söylemiştik. Bankalar aşağıdaki durumlarda serbest rezerv tutmak isteyebilirler:

- Mevduat çıkışlarının artmasının beklendiği dönemlerde bankalar daha çok serbest rezerv tutar. Örneğin, bayram, yılbaşı dönemleri öncesinde harcamalar artacağından beklenenin üzerinde bir mevduat çıkışı gerçekleşebilir. Buna önlem olarak serbest rezervlerini artırmak isteyebilirler.
- Piyasa faiz oranının artması demek bankaların serbest rezerv tutmasının fırsat maliyetinin artması demektir. Bu durumda bankalar daha az serbest rezerv

tutarlar, daha çok kredi verirler. Böylece, daha çok kaydi para yaratılır.

Bankaların serbest rezerv tutmaları ekonomide daha az kaydi para yaratılması anlamına gelmektedir. Bu yüzden merkez bankası, para arzının düşmesini istemiyorsa, bankaların serbest rezerv tutmaya istekli oldukları dönemlerde piyasaya likidite sağlar.

Bankadışı Kesimin Nakit Bulundurma İsteğini Etkileyen Faktörler

Varlık talebi teorisine göre bankadışı kesimin nakit bulundurma isteğini etkileyen faktörler şunlardır:

- Servet
servet \uparrow \rightarrow nakit bulundurma \uparrow
- Likidite
likidite ihtiyacı \uparrow \rightarrow nakit bulundurma \uparrow (Ör: Bayram öncesinde bankadışı kesimin daha çok nakit bulundurması).
- Risk
risk \uparrow \rightarrow nakit bulundurma \uparrow (Ör: Ekonomik kriz beklentisi varsa, bankacılık sistemine güven yoksa).
- Enflasyon beklentisi
beklenen enflasyon oranı \uparrow \rightarrow nakit bulundurma \downarrow (Bankadışı kesim paranın reel olarak değer kaybetmesini önlemek için nakit olarak tutmaz, başka yatırım araçlarına yönelir).
- Beklenen Getiri
getiri \uparrow \rightarrow nakit bulundurma \downarrow (Örneğin, vadeli mevduat faizleri artarsa bankadışı kesim daha az nakit bulundurur).

5.6 Para Arzının Dışsallığı-İçselliği Tartışması

Para arzının dışsallığı, içselliği tartışmaları son zamanlarda önem kazanmıştır. Para arzının dışsal olması, para arzının para talebinden bağımsız olması, sadece merkez bankası tarafından belirlenmesi anlamına gelir. Para arzının içsel olması ise, para arzının tamamen merkez bankalarınca kontrol edilemeyeceği anlamına gelir. Klasik, Neo-Klasik ve monetarist iktisatçılara göre para dışsaldır. Keynes'in analizlerinde de paranın dışsal olduğunu görüyoruz. Para arzının içselliğiyle ilgili tartışmalar post-Keynesci ekonomistlerle birlikte başlamıştır. Post Keynescilere göre para arzı, mevduat toplayan finansal aracı kurumlar ve bu kurumlardan borçlananların etkileşimleri sonucunda belirlenir. Buna göre, merkez bankasının para politikasıyla ekonomiyi etkileme gücü de azdır.

Literatürde, onaylayıcı içsellik ve yapısal içsellik olmak üzere iki içsellik yaklaşımı bulunmaktadır. Özellikle finansal piyasalardaki gelişmeler para arzının içsel olduğu tartışmalarını artırmıştır. Bir görüşe göre, para arzının büyüme oranı finansal piyasalardaki talep baskısı tarafından belirlenir. Bankaların ve finansal kurumların yeterli rezervleri olmadığı zaman, merkez bankası onların rezerv ihtiyacını karşılamak durumundadır. Aksi halde finansal sistemin istikrarı bozular. Bu durumda, onaylayıcı içsellik yaklaşımı geçerlidir.

Yapısal içsellik yaklaşımına göre ise merkez bankasının sıkı para politikası uygulaması sonucunda rezervleri azalan bankalar finansal yenilikler yoluyla kendilerine kaynak yaratırlar. Örneğin, euro-dolar piyasasından borçlanırlar, mevduat sertifikaları kullanırlar, türev ürünleri kullanırlar, repo-ters repo sözleşmeleri yaparlar ve kendilerine kaynak yaratırlar. Dolayısıyla, finansal sistemdeki gelişmelere paralel olarak artık sadece belli bir parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilmesinin mümkün olmadığını, merkez bankalarının tek başına para arzını kontrol edemeyeceğini ileri sürerler.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009), Bölüm 14.

Bölüm 6

Para Politikası

Bu bölümde öncelikle para politikasının amaçlarından bahsedilecek, ve para politikasının genel ve özel araçları incelenecektir. Daha sonra ara hedefler ve merkez bankalarının bu ara hedefleri nasıl seçtiği açıklanacaktır. Bu bağlamda, TCMB'nin temel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranları ve ekonomiye etkileri de ele alınacaktır.

6.1 Para Politikasının Amaçları

- Fiyat istikrarı
- Ekonomik büyüme
- Faiz istikrarı
- İstihdam artışı
- Finansal piyasa istikrarı
- Döviz kuru istikrarı
- Uygun ödemeler dengesi pozisyonu

Para politikasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi için öncelikle para politikasının amaçlarının belirlenmesi gerekmektedir. Para politikasının yukarıda sayılan

amaçlarından bazıları birbiriyle çelişebilir. Örneğin; merkez bankası faizlerin istikrarını sağlamak için faiz oranlarını düşürürse, bu ekonomik büyümeye, istihdam artışına sebep olabilir. Ancak, böyle bir politika beraberinde enflasyonu da getirir. Bu nedenle, amaçların birbiriyle çelişmemesi için merkez bankaları bu amaçlar arasında bir tercih yapmak durumunda kalabilir. Ülkemizde TCMB'nın öncelikli amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır.

6.2 Para Politikası Araçları

Para politikasının amaçları belirlendikten sonra bu amaçlara ulaşmak için kullanılacak en uygun araçların seçilmesi gerekir. Para politikası araçları 'genel' araçlar ve 'özel' araçlar olarak ikiye ayrılır. Para politikasının genel araçları:

6.2.1 Para Politikasının Genel Araçları

1. Açık Piyasa İşlemleri
2. Reeskont kredileri
3. Zorunlu karşılık oranı

1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez Bankası'nın dolaşımdaki para miktarını azaltıp çoğaltmak için hazine bono ve tahvillerini alıp satması satması işlemleridir. Merkez Bankası'nın piyasadan bu gibi menkul kıymetleri alması, para tabanının azalmasına neden olacak, bu tür menkul kıymetleri satması ise para tabanını arttıracaktır. Açık piyasa işlemleri defansif veya ofansif olabilir. Merkez Bankası, belli dönemlerde (bayram öncesi, yılbaşı öncesi vb.) para tabanında başka faktörlerin etkisiyle görülen değişiklikleri bertaraf etmek için açık piyasa işlemi gerçekleştiriyorsa buna defansif açık piyasa işlemi denir. Fakat, Merkez Bankası bir tehdit olmadığı halde para tabanını değiştirmek için açık piyasa işlemleri gerçekleştiriyorsa, buna ofansif veya dinamik açık piyasa işlemi adı verilir.

Açık piyasa işlemlerinin avantajları:

- Etkili olması.
- Etkisinin tam olarak ölçülebilir olması.
- Kontrol edilebilir olması.
- Tersine çevrilebilir olması.
- Küçük alım-satımlar yoluyla gerçekleştirilebilmesi, para tabanı üzerinde küçük ayarlamalara izin vermesi.
- Hızlı olması.

2. Reeskont Oranı

Reeskont bankalarca iskonto edilmiş bir senedin merkez bankalarınca iskonto edilmesidir. Bankalar zor durumda kaldıklarında ellerindeki ticari senetleri vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezervlerini artırabilirler, yani bir anlamda merkez bankasından borç alırlar. Merkez Bankası'nın bankalara verdiği krediler karşılığında aldığı faiz oranı reeskont oranıdır.

Reeskont oranının para politikası aracı olarak kullanılmasının avantajları:

- Nihai karar verme mercii
- Banka hücumları önlemi

Reeskont oranının para politikası aracı olarak kullanılmasının dezavantajları:

- Maliyet Etkisi

Merkez bankasının reeskont oranını değiştirmesi, bankaların merkez bankasından borçlanma maliyetini ve dolayısıyla para arzını etkiler. TCMB reeskont oranını değiştirirse piyasa faizi ile reeskont oranı arasındaki fark da değişir, oynaklığı artar. Bu

da reeskont kredilerinin miktarının oynaklığını artırır ve bundan dolayı da para arzının oynaklığı artar. Reeskont oranı, piyasa faiz oranından büyükse ne olur? Diyelim ki faizler %10, Merkez Bankası'nın faiz oranı %15. Bu durumda banka yapabiliyorsa başka kaynaklardan borçlanır. Eğer başka kaynaklardan da borçlanamazsa, bankalar daha az kredi verirler, bu daha az mevduat ve daha az para arzı demektir. Piyasa faiz oranı reeskont oranında büyükse, bankalar merkez bankasından düşük faizle kredi alıp piyasada daha yüksek faizden kredi olarak kullanırlar.

- Bekleyiş ya da Beyan Etkisi:

Merkez bankası reeskont oranını değiştirdiğini ilan ettiğinde bu halka yanlış sinyaller verebilir. Buna anons etkisi denir. Merkez bankası reeskont oranını yükseltmişse, finansal çevreler faiz oranlarının artacağı beklentisi içine girebilirler. Borç verenler, faizlerin yükseleceği beklentisiyle daha az borç verme eğiliminde olabilirler. Bu durumda yatırımlar azalır. Merkez bankası reeskont oranının artacağını duyurursa, piyasa faiz oranı da artacak gibi bir beklenti oluşur.

- Reeskont kredileri merkez bankasının tamen kontrolü altında değildir. Merkez bankası, reeskont oranını düşürse bile bankalar borçlanmak istemeyebilirler.
- Açık piyasa işlemleri kadar etkili ve hızlı değildir.

Reeskont Kredileriyle İlgili Reform Önerileri

Monetarist iktisatçılara göre reeskont mekanizması gereksizdir. Para tabanının değiştirilmesi için açık piyasa işlemleri yeterlidir. Friedman, mevduata zorunlu devlet güvencesi olmasının banka hücumlarını önleyeceğini, reeskont kredilerine gerek olmadığını, reeskont mekanizmasının tamamen kaldırılması gerektiğini söylemiştir.

Zorunlu Karşılık Oranı

Zorunlu karşılık, bankaların mevduatlarının belli bir kısmını merkez bankasındaki rezerv hesaplarında tutmalarınıdır. Bu orana da zorunlu karşılık oranı denir.

Açık piyasa işlemlerinin para politikası aracı olarak kullanılmasının avantajları:

- Merkez bankası zorunlu karşılık oranında bir değişiklik yaparsa tüm bankalar eşit oranda etkilenir.
- Etkileri açık piyasa işlemleri kadar olmasa da etkilidir.

Açık piyasa işlemlerinin para politikası aracı olarak kullanılmasının dezavantajları:

- Zorunlu karşılık oranı esnek bir politika aracı değildir. Zorunlu karşılık oranında yapılan küçük bir değişiklik bile para arzını büyük oranda değiştirebilir. Çünkü zorunlu karşılık oranı mevduat çarpanı içinde yer alır.
- Bu oran sürekli değişirse bankalar için belirsizlik meydana getirir. Serbest rezerve sahip olmayan bazı bankalar, portföylerindeki kıymetli evraklarını satmak durumunda kalabilir.

Örnek: TCMB, zorunlu karşılık oranını 2005-2009 yılları arasında nasıl değiştirmiştir?

Zorunlu karşılık oranı 2005'te %6 iken 2009'da %5'e düşmüş, 2010 yılı Nisan ayından itibaren tekrar artırılmıştır. Merkez bankasının zorunlu karşılık oranını artırmasının sebebi, özellikle sıcak para girişi ile yaşanan kredi genişlemesine karşı önlem almaktır. Merkez bankası, 17 Aralık 2010 tarihinde aldığı kararla zorunlu karşılık oranını mevduatların vade yapılarına göre farklılaştırmıştır. Bunun sebebi, bankacılık sisteminde borçların vadelerinin varlıkların vadesinden kısa olması ve bunun bankacılık sektöründen likidite ve faiz riskini artırmasıdır.

23 Mart 2011 tarihi itibarıyla zorunlu karşılık oranları mevduatların vadelerine göre şu şekilde belirlenmiştir.¹

- Vadesiz ihbarlı, mevduatlar, özel cari hesaplar, 1 aya kadar vadeli mevduatlar, katılma hesapları ve mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülüklerde %15
- 1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (1 ay dâhil) %15

¹Bu notların yazıldığı tarih itibarıyla geçerli olan zorunlu karşılık oranları verilmiştir. TCMB'nin web sitesinden yeni zorunlu karşılık oranlarını bulabilirsiniz.

- 3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları (3 ay dâhil) %13
- 6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları (6 ay dâhil) %9
- 1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları %6
- 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları %5

TCMB zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi genişlemesini önlemeye ve finansal istikrarı sağlamaya çalışmıştır.

6.2.2 Para Politikasının Özel Araçları

Para politikasının özel araçları her ülkede görülmeyen, ülkeden ülkeye farklı uygulamaları olan araçlardır. Bu araçlar şöyle listelenebilir:

- Farklılaştırılmış reeskont oranları (Her banka için getirdikleri senetlerin miktarına göre farklı oran uygulanması).
- Ticari banka kredilerinin miktar, vade ve faizlerinin merkez bankasınca belirlenmesi.
- Bazı finansal kurumlara belli miktarlarda hazine tahvil veya bonosu almaları zorunluluğu getirilmesi.
- Tüketici kredilerinin kontrol edilmesi.
- Finansal kurumların portföylerini düzenleyici uygulamalar.
- Merkez bankası'nın moral takviyesi yaparak beklentileri etkilemesi.

6.3 Merkez Bankalarının Döviz Kuru Politikası Araçları

Merkez bankaları, yukarıda sayılan genel ve özel araçlara ek olarak, döviz kuru politikasını yürütebilmek için döviz alım ihaleleri gerçekleştirir ve döviz alım ihaleleriyle piyasa çıkan ilave likiditeyi sterilize etmek amacıyla yerli para alım ihaleleri yapar.

Merkez bankaları döviz piyasasına çeşitli müdahalelerde bulunurlar. Ülkede saf bir dalgalı kur sistemi uygulanıyorsa, merkez bankalarının kurlara herhangi bir müdahalesi olmaz. Ancak sabit kur sistemi veya yönetilen dalgalı kur sistemi uygulanıyorsa, merkez bankalarının piyasaya gerektiğinde müdahalesi önemlidir. Merkez bankası, yerli paranın değer kazanmasını, yani döviz kurunun düşmesini istiyorsa, piyasaya döviz satıp piyasadaki yerli para çekmesi gerekir. Tam tersi durumda ise piyasadaki döviz alıp, piyasaya yerli para sürerek, yerli paranın değerini düşürür.

Ülkemizde 2002 yılından beri dalgalı kur sistemi uygulanmaktadır. TCMB, öngörülemez şoklar nedeniyle veya döviz piyasasında aşırı dalgalanmalar görülmesi durumunda, dalgalı kur rejiminin işleyişini etkilememek kaydıyla önceden kamuoyuna duyurarak döviz alım ihaleleri düzenler. TCMB, 23 Ocak 2004 tarihinden beri günlük döviz alım ihalelerine başlamıştır. TCMB gerek gördüğünde günlük döviz alım ihalelerine ara vermekte ve döviz alımlarının miktarını değiştirmektedir.

Merkez bankaları döviz kurlarına müdahale ettiklerinde para arzı da etkilenir. Örneğin, TCMB doların Türk Lirası karşısında değer kazanmasını önlemek için piyasaya dolar sattığında, piyasadaki Türk Lirası çeker. Türk Lirasının değer kaybetmesini istediği zaman ise piyasadaki dolar alıp karşılığında piyasaya Türk Lirası verir. Bu durumda piyasadaki likidite artar. Merkez bankası, döviz alım veya satımı sonucunda piyasadaki likiditenin değişmesini istemiyorsa, açık piyasa işlemleri yoluyla ortaya çıkan ilave likiditeyi çekmelidir. Buna 'sterilizasyon' denir. Ülkemizde TCMB, döviz alım ihaleleriyle ortaya çıkan fazla likiditeyi sterilize etmek amacıyla Türk Lirası depo alım ihaleleri düzenler.

6.4 Ara Hedefler

Merkez bankasının nihai olarak ulaşmayı istediği hedefi açıklayabilen değişkenlerdir.

- Faiz
- Döviz kuru
- Parasal büyüklükler (para arzı)

Ara hedefin özellikleri:

- Seçilen hedef kolay ölçülebilir olmalı. örneğin, para arzı bilgisi faiz hesaplamalarına göre daha geç gelebilir.
- Kontrol edilebilirlik: Merkez bankası para arzını tamamen kontrol edemez. Önceki bölümlerde bahsettiğimiz gibi merkez bankası reeskont kredilerini tamamen kontrol edemez, bunlara karşılık faizleri daha kolay kontrol edebilir. Merkez bankası, daha kolay kontrol edebileceği araçları seçmeli.
- Amaçlar üzerindeki tahmin edilen etkisi: Merkez bankası nihai amacıyla korelasyonu yüksek olan bir ara hedef seçmelidir.

6.4.1 Merkez Bankası Ara Hedefleri Nasıl Seçer?

Merkez bankası ulaşmak istediği hedefleri belirledikten sonra bunları en iyi şekilde gerçekleştirebileceği ara hedeflerini belirler². Yukarıda üç önemli ara hedeften bahsettik: Döviz kuru, parasal büyüklük ve faiz oranı. Merkez bankaları koşullara bağlı olarak farklı parasal hedefleme stratejileri geliştirebilir. TCMB de değişik dönemlerde bu üç ara hedefi de kullanmıştır³. Şu an için enflasyon hedeflemesi kapsamında

²Merkez bankasının ara hedefleri nasıl seçeceği, bu ara hedeflerin ekonomiye etkileri 7. haftada IS-LM çerçevesinde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

³Parasal hedefleme stratejileri ve Türkiye'deki uygulamaları 14. haftada ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

TCMB kısa vadeli faiz oranını (politika faizi) ara hedef olarak kullanmaktadır. Burada önemli olan, merkez bankasının tek bir ara hedef seçmesi gerektiği, aynı anda iki hedef seçemeyeceğidir.

Merkez Bankası aynı anda hem para arzı hem de faiz hedefini seçebilir mi?

Keynesci para talebi ve para arzı modelini kullanarak bunu şöyle açıklayabiliriz:

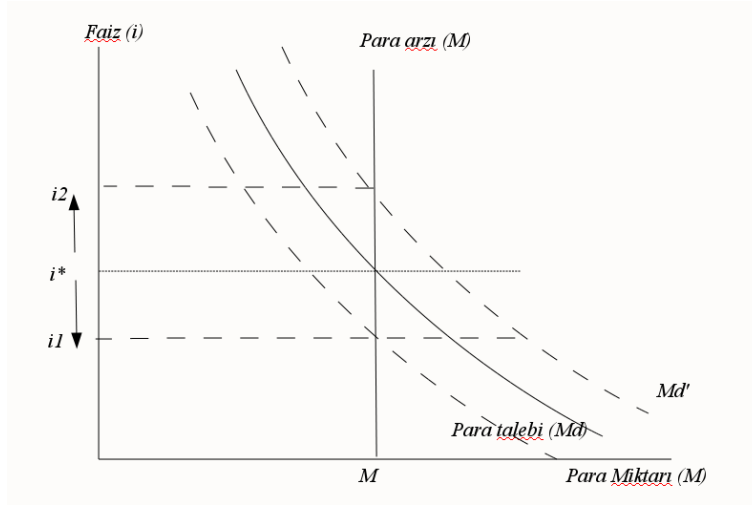
Merkez bankası, para arzı hedefini seçerse yani belli bir para arzı büyümesi hedeflerse, para arzının M' de olması gerekir. Faiz hedefini seçerse, faiz i , i^* da olmalı. Burada önemli olan para talebinin istikrarlı olup olmaması. Para talebi istikrarlı değilse, para talep eğrisi M_d sürekli olarak sağa ve sola kayacaktır. Bu da faizleri değiştirecektir.

Sonuç: Merkez bankası para arzı hedefini seçerse faiz üzerindeki kontrolünü kaybeder.

Merkez bankası para arzını hedeflerse, para arzının değişmemesini M' de kalmasını istiyor demektir. Bu durumda para talebi istikrarsızsa, yani sürekli dalgalanma gösteriyorsa, faiz oranları da i_1 ve i_2 arasında dalgalanacak demektir. Para arzı sabitken para talebinin artması faizleri artırarak i_2' ye getirecek, para talebinin azalması ise faizleri i_1' e düşürecektir. Yani faizler hiçbir şekilde i^* düzeyinde kalamayacak ve faiz hedefi gerçekleşmeyecektir. Şekil 6.1'de, merkez bankasının para arzını hedef olarak seçmesi durumunda faizler üzerindeki kontrolünü kaybettiğini görüyoruz.

Sonuç: Merkez bankası faiz hedefini seçerse para arzı üzerindeki kontrolünü kaybeder.

Merkez bankası faiz hedefini seçerse, faizlerin değişmemesini i^* da kalmasını istiyor demektir. Bu durumda, para talebi istikrarsızsa ve sürekli dalgalanıyorsa, faizlerin de değişmesi gerekecektir. Ancak, merkez bankası faiz hedefini seçtiği için faizlerdeki bu dalgalanmaya izin vermeyecek ve para arzını değiştirerek faizleri istediği düzeyde tutmaya çalışacaktır. Örneğin, şekil 6.2'de görüldüğü gibi, para talebi arttığında faizler $i'2'$ ye yükselecek, fakat merkez bankası faizleri tekrar i^* se-



Şekil 6.1: Merkez bankasının ara hedefleri seçmesi.

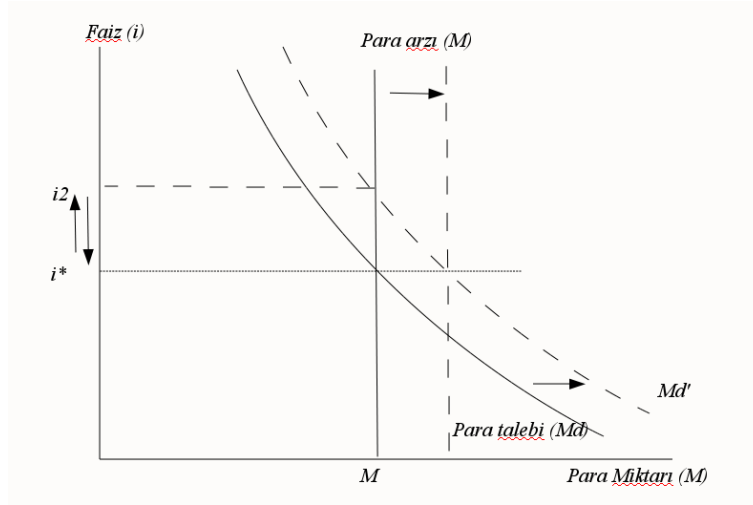
viyesine çekmek için para arzını artıracaktır. Böylece faizler tekrar eski düzeyine gelecektir.

Merkez bankasının faizlerin değişmesini önlemek için para arzını değiştirmesi, merkez bankasının ara hedef olarak para arzını kullanamayacağını gösterir.

Kısa Vadeli Faiz Oranı (Politika Faizi)

Merkez bankalarının temel politika araçlarının başında kısa dönemli (günlük) faiz oranı, yani politika faizi gelmektedir. TCMB'nin fiyat istikrarı amacına yönelik olarak kullandığı temel politika aracı bir hafta vadeli repo ihale faiz oranıdır. Merkez bankası, ekonomideki son likidite kaynağı olarak bankalara ödünç para vermekte, ayrıca ekonominin gerekleri doğrultusunda ödünç para alabilmektedir. Merkez bankası, kısa dönem faiz oranına ilişkin kararını açıklarken hem gecelik borç verme hem de gecelik borç alma oranını açıklar. Buna **koridor sistemi** denir. TCMB 2002 yılında enflasyon hedeflemesi stratejisini kabul ettiğinden beri koridor sistemini uyguluyor. Bu sistem AB'de de uygulanan sistemdir.

Borç verme faiz oranı, likiditeye ihtiyacı olan bankanın merkez bankasından borçlanmak için ödemesi gereken faiz oranı, borç alma faiz oranı da elinde likidite fazlası bulunan bankanın bunu merkez bankasına yatırarak elde edeceği faiz oranı-



Şekil 6.2: Merkez bankasının ara hedefleri seçmesi.

dır. Borç alma faiz oranının borç verme faiz oranından yüksek olması gerekir, bu da ortaya bir koridor çıkarır. Bankalararası borçlanma piyasasında ortaya çıkan faiz oranı da bu koridorun içinde kalmalıdır. TCMB, Kasım 2010' dan beri geniş faiz koridoru uyguluyor. Bunun sebebi, politika faizinin tahmin edilebilirlik derecesinin azaltılması ve bankaların kısa vadeli fonlara bağımlılığını azaltarak kredi genişlemesine önlem almaktır.

Piyasanın kapalı olduğu saatlerde ekstra likiditeye ihtiyacı olan veya elindeki likidite fazlasını değerlendirmek isteyen bankalar ise piyasaların kapanış saatinden sonra TCMB'ye başvurabilir. Buna **geç likidite penceresi**, burada uygulanan faiz oranlarına da **geç likidite faiz oranları** denir. Geç likidite penceresi uygulamasında borç verme oranı daha yüksek, borç alma oranı ise daha düşük olarak belirlenir.

Bu faiz oranlarını para politikası kurulu her ay düzenlediği toplantılarla yönetiyor. Politika faizinin ekonomiyi nasıl etkilemesi beklenir?

Merkez bankası, enflasyonun artacağı endişesini taşıyorsa, politika faizini artırır. Ekonomide durgunluk tehlikesi görüyorsa, politika faizini düşürerek toplam talebi canlandırmaya çalışır.

politika faizi \uparrow \rightarrow yatırımlar \downarrow \rightarrow toplam harcamalar \downarrow \rightarrow toplam talep \downarrow \rightarrow enflasyon \downarrow

Soru: 2009-2010 yılları arasında gecelik faiz oranları nasıl değişmiştir?

Okuma Listesi

- Mishkin (2009), Bölüm 15-16.
- Keyder (2008), s.59-104
- Özatay (2011), s.423-465.
- TCMB Döviz Alım-Satımına İlişkin Basın Duyuruları www.tcmb.gov.tr adresinden indirebilirsiniz.
- TCMB Açık Piyasa İşlemleri ve Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Basın Duyuruları www.tcmb.gov.tr adresinden indirebilirsiniz.

Bölüm 7

Para Talebi

Paranın ekonomi üzerindeki etkilerinin anlaşılması için para talebini etkileyen faktörleri, para talebinin istikrarlı olup olmadığını da incelememiz gerekir. Merkez bankalarının para arzını değiştirerek ekonomide bir çok değişkeni etkileyebildiğinden bahsetmiştik. Merkez bankalarının para politikalarının etkili olup olmaması, para talebinin ne derece tahmin edilebilir olduğuyula da ilgilidir. Bu bölümde, para talebi ile ilgili literatürde yer alan farklı teorileri özetleyecek ve bunların kısa bir karşılaştırmasını yapacağız. Para talebiyle ilgili aşağıdaki teorilerden bahsedeceğiz:

- Klasik İktisat ve Paranın Miktar Teorisi
 - Değişim Denklemi ve Fisher'ın Miktar Teorisi
 - Miktar Teorisi ve Cambridge Yaklaşımı
- Keynesci Para Talebi Teorisi
- Friedman'ın Modern Miktar Teorisi

7.1 Klasik İktisat ve Paranın Miktar Teorisi

Klasik iktisatçılara göre; paranın reel varlıklar üzerinde bir etkisi bulunmamakta, para sadece işlem amaçlı olarak talep edilmektedir. Para, ekonominin üzerine örtülmüş bir tül den farksızdır. Klasik iktisatçılar para talebini bu görüşler çerçevesinde

açıklamışlardır. Buna göre, para miktarındaki değişimler sadece fiyat düzeyini etkiler, toplam hasılayı ve istihdam düzeyini etkilemez. Miktar teorisi ilk olarak Irving Fisher tarafından ele alınmış, daha sonra Alfred Marshall ve Arthur Pigou gibi Cambridge iktisatçıları miktar teorisinden söz etmişlerdir.

7.1.1 Değişim Denklemi ve Fisher' in Miktar Teorisi

Miktar teorisi Irving Fisher' in mübadele (değişim) denklemine dayanmaktadır:

$$MV \equiv PY \quad (7.1)$$

burada M ekonomideki para stoğunu, V paranın dolaşım hızını, P her bir işlemin fiyatını ve Y ekonomide üretilen mal ve hizmetlerin miktarını gösterir.

Denklemin sağ tarafında yer alan PY terimi, ekonomideki mal ve hizmetlerin toplam değerini yani nominal hasılayı gösterir.

Burada açıklanması gereken önemli bir kavram da V ile gösterdiğimiz paranın dolaşım hızı kavramıdır.

Yukarıdaki denklemin her iki tarafını para stoğu, M ile bölersek:

$$V = \frac{PY}{M} \quad (7.2)$$

bulunur.

Dolaşım Hızı: Veri bir toplam harcamayı finanse etmek için para stokunun kaç kere el değiştirdiğini gösterir. Bir başka ifadeyle, örneğin 1 TL'nin yapılan harcamalarda kaç kez kullanıldığını gösterir. Burada $PY > M$ olduğu için, ekonomide belli bir para miktarından oluşan mübadele aracının kendisinden daha büyük bir toplam harcamayı çevirebildiğini görürüz.

Burada ele aldığımız basit mübadele denklemi bir teori değildir. Bunu teoriye dönüştürmek için bazı varsayımlar yapılması gerekir. Mübadele denkleminden miktar teorisine geçmek için Fisher aşağıdaki varsayımları yapmıştır:

- Para, sadece işlem amaçlı olarak talep edilir. Bireyler, ne kadar para tutacak-

ları konusunda esnekliğe sahip değildir.

- Paranın dolaşım hızı (V) kısa dönemde sabittir. Bunun sebebi, paranın dolaşım hızınının nüfus yoğunluğu, ticari gelenekler ve iktisadi birimlerin işlemlerini gerçekleştirmelerini sağlayan kurumsal faktörler tarafından belirlenmesidir. Teknolojik değişiklikler ve kurumsal faktörler kısa dönemde değişmeyeceği için, paranın dolaşım hızı da değişmez.
- Kısa dönemde ekonomi tam istihdam düzeyinde olacağına göre toplam hasıla (Y) sabittir.

Bu varsayımlara göre paranın miktar teorisi:

$$M\bar{V} = P\bar{Y} \quad (7.3)$$

olarak elde edilir.

Miktar teorisine göre:

- Paranın dolaşım hızı para miktarından etkilenmez
- Para miktarındaki değişiklikler aynı yönde ve aynı oranda fiyata yansıtacaktır.

$$\uparrow M\bar{V} = \uparrow P\bar{Y}$$

7.1.2 Miktar Teorisi ve Cambridge Yaklaşımı

Cambridge yaklaşımı, nakit balans yaklaşımı olarak da adlandırılır. Bu yaklaşıma en önemli katkıları Marshal ve Pigou yapmıştır. Pigou'ya göre, para nakit ve vadesi mevduatın toplamına eşittir ve bireyler paranın nominal gelire oranıyla ilgilendirler.

Fisher ve Cambridge Okulunun Miktar Teorileri Arasındaki Benzerlik ve Farklılıklar

- Cambridge okulu, Fisher ile aynı mübadele denkleminde yola çıkmış fakat bizzat para talebiyle değil, paranın gelire oranı ile ilgilenerek nakit ankes oranıyla paranın miktarı ve fiyat genel düzeyi arasındaki ilişkiden bahsetmişlerdir.
- Cambridge okulu da Fisher gibi kısa dönemde hasılanın ve dolaşım hızının sabit olduğunu kabul etmiştir.

Cambridge okulu nakit ankes oranını aşağıdaki gibi tanımlar:

$$k = \frac{M}{Y} \quad (7.4)$$

Denklem (1.1)'in her iki tarafını da k ile yani nakit ankes oranıyla çarparsak, para talebini şu şekilde yazabiliriz:

$$M^d = PYk \quad (7.5)$$

Bu teoriye göre:

- Ekonomi tam istihdam düzeyinde olduğu için Y , sabittir, dolaşım hızı sabit olduğu için k sabittir.
- Para miktarındaki değişiklikler aynı yönde ve aynı oranda fiyata yansıtacaktır.

$$\uparrow M^d = \uparrow \overline{PYk}$$

7.1.3 Keynesci Para Talebi Teorisi

Şu ana kadar bahsettiğimiz klasik iktisatçılar, paranın sadece işlem amaçlı olarak tutulduğunu, paranın dolaşım hızının kısa dönemde sabit olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu iktisatçılar, paranın dolaşım hızının ancak uzun dönemde değişen nüfus, teknolojik ve kurumsal faktörler tarafından belirlendiğini, bu nedenle dolaşım hızının kısa

dönemde sabit olduğunu söylemişlerdir. Bu iktisatçıların analizlerinde iki konudan bahsetmediklerini görüyoruz¹.

- Bireylerin para tutmalarının tek sebebi işlem amaçlı mıdır?
- Dolaşım hızı ve para talebi faizlerden etkilenmez mi?

Keynes, bu iki soruya cevap arar. Keynes'in çıkış noktası 'bireyler neden para tutarlar' sorusuna cevap aramaktır. Keynes'e göre bireyler üç sebepten dolayı para tutarlar:

- İşlem Amaçlı Para Talebi
- İhtiyat Amaçlı Para Talebi
- Spekülatif Amaçlı Para Talebi

İşlem amaçlı para talebi, bireylerin işlemlerinde nakde ihtiyaç duymalarından kaynaklanır. İşlem amaçlı para talebini etkileyen iki faktör vardır:

- Gelir düzeyi (Y): Gelir düzeyinin artması işlem amaçlı olarak daha çok para tutulması anlamına gelirken, gelir düzeyinin azalması işlem amaçlı para talebini azaltır.

- Fiyat Genel Düzeyi (P): Fiyat genel düzeyinin artması, günlük işlemler için daha çok nakit bulundurulması anlamına geleceğinden, işlem amaçlı para talebini artırır. Fiyat genel düzeyinin düşmesi ise işlem amaçlı para talebini azaltır.

İhtiyat amaçlı para talebi ise gelecekte ortaya çıkabilecek belirsizliklere karşı para talep edilmesidir. İhtiyat amaçlı para talebi de gelirden etkilenir.

Son olarak, bireyler spekülatif amaçla para talep ederler. Yani parayı bir değer saklama aracı olarak görürler. Keynes'in spekülatif para görüşü, Keynes'in Likidite Tercih Teorisi olarak da adlandırılır.

¹Her ne kadar Cambridge iktisatçıları üstü kapalı olarak bireylerin değer saklama aracı olarak da para tutacağını belirtmişlerse de, bunu açıkça matematiksel olarak formüle etmemişlerdir.

Keynes' in Likidite Tercih Teorisi

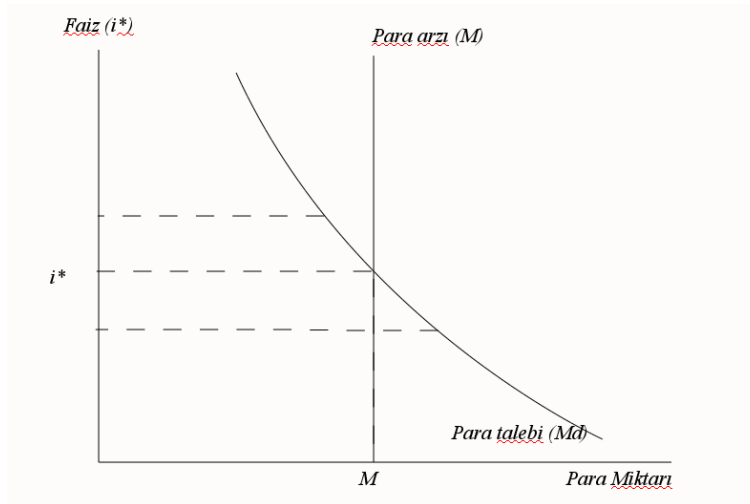
Keynes' in para talebi teorilerine en önemli katkılarından biri faiz oranlarının da para talebini etkileyeceğini söylemesidir.

Keynes' e göre iki tane varlık vardır: para ve tahvil. Tahvilin bir faiz getirisi söz konusuysen, paranın getirisi sıfırdır. Bireyler, faiz oranlarına göre para ya da tahvil tutmaya karar verirler. Keynes' e göre faiz paranın fırsat maliyetidir.

Faiz oranları \uparrow \rightarrow para tutmanın fırsat maliyeti \uparrow \rightarrow para talep miktarı \downarrow

Faiz oranları \downarrow \rightarrow para tutmanın fırsat maliyeti \downarrow \rightarrow para talep miktarı \uparrow

Bu durumda, negatif eğimli bir talep eğrisi elde ederiz.



Şekil 7.1: Keynesci Para Talebi

Keynes'e göre, piyasadaki faiz oranı denge faizinin üzerinde ise, piyasada para arzı fazlası vardır. Bu durumda, bireyler ellerindeki parayla tahvil almaya çalışırlar. Bu, tahvillerin fiyatını artırır, faizini düşürür ve denge noktasına gelinir. Şöyle de düşünülebilir: Piyasada faizlerin normalden yüksek olması demek, daha önceki bölümlerde gördüğümüz gibi tahvilin fiyatının normalden düşük olması demek. Bu durumda, yatırımcılar için bugün düşük fiyattan tahvil alıp seneye yüksek fiyattan satmak avantajlıdır, böylece sermaye kazancı sağlamış olurlar. Ters durumda,

yani faizlerin denge faizinin altında olduğu durumda ise faizlerin artması yani tahvil fiyatlarının düşmesi bekleniyor demektir. Bu nedenle, yatırımcılar ellerindeki tahvilleri bugün fiyatları nispeten daha yüksekken satacaktır. Aksi halde sermaye kayıpları olacaktır. Yatırımcılar ellerindeki tahvilleri sattıkça, tahvil fiyatları düşecek, faizler artacak ve dengeye ulaşılacaktır.

Keynes para talebini şu şekilde formüle eder:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y, i) \quad (7.6)$$

burada M^d para talebini, P fiyat genel düzeyini, Y toplam hasılayı ve i faiz oranını göstermektedir. Daha önce de bahsettiğimiz gibi para talebi ve toplam hasıla arasında pozitif yönlü bir ilişki varken, faizlerle para talebi arasında negatif yönlü bir ilişki vardır.

Keynes, bu denklemin her iki tarafının tersini alıp, her iki tarafı da Y ile çarparak, aşağıdaki denklemi elde ediyor.

$$\frac{PY}{M^d} = \frac{Y}{f(Y, i)} \quad (7.7)$$

Daha önceki bölümlerden, PY/M^d teriminin dolaşım hızına eşit olduğunu biliyoruz. Bu durumda:

$$V = \frac{Y}{f(Y, i)} \quad (7.8)$$

bulunur. Böylece paranın dolaşım hızı V hem gelirden hem de faizden etkilenir.

Keynes ve Klasik İktisatçıların Dolaşım Hızıyla İlgili Teorileri Arasındaki Farklılıklar

- Klasik iktisatçılara göre sadece işlem amaçlı para talep edilirken, Keynes'e göre işlem amaçlı para talebinin yanında ihtiyat amaçlı ve spekülasyon amaçlı olarak da para talep edilir.
- Klasik iktisatçılara göre paranın dolaşım hızı kısa dönemde sabittir. Sadece

uzun dönemde değişen nüfus, teknoloji ve kurumsal faktörler tarafından belirlenir. Keynes'e göre para talebi ve paranın dolaşım hızı sabit değildir. Paranın dolaşım hızı hem gelirden hem de faizden etkilenir. Gelir ve faizler kısa dönemde değişeceği için dolaşım hızı da değişir.

Keynes'in Likidite Tercihi Teorisine Eleştiriler

- Keynes, sadece para ve tahvil olmak üzere iki varlıktan söz eder.
- Keynes, bireylerin ya para ya da tahvil tutacaklarını söyler, portföy çeşitlendirmesinden bahsetmez.
- Keynes'e göre işlem amaçlı para talebi faizden etkilenmez.

Keynes'in Likidite Tercihi Teorisine Katkılar

Her ne kadar Keynes'in likidite tercihi teorisi, para talebinin açıklanması için önemli bir rol oynamışsa da, bu teorinin yukarıda bahsettiğimiz gibi bazı eksik yönleri bulunmaktadır. Bu nedenle, daha sonraki iktisatçılar bu teoriye katkıda bulunmuşlardır.

Baumol ve Tobin'in Katkısı

Baumol ve Tobin, işlem amaçlı para talebinin de faizlerden etkilendiğini söyler. Baumol-Tobin modeli, nakit tutmanın maliyet ve faydalarını analiz ederek, para tutmanın faydasının istenildiği zaman paraya sahip olmak, her işlem için bankaya gitmekten ve bunun işlem maliyetinden kurtulmaktır. Para tutmanın maliyeti ise vazgeçilen faiz geliridir. BU analize göre bireyler, faiz oranları arttığında daha az para bulundurlar.

Tobin'in Katkısı

Keynes'e göre bireyler portföy oluşturmazlar. Tobin, Keynes'i bu noktada eleştiriyor. Tobin, piyasada sadece para ve tahvil olmadığını, çok çeşitli finansal enstrümanlar olabileceğini ve bireylerin portföy oluşturabileceğini söylüyor. İkinci olarak,

Keynes'in modelinde risk ve belirsizlik kavramlarından söz edilmiyor. Tobin, sadece getiri değil riskten de bahsetmeliyiz diyor. Keynes'e göre faiz oranları artarsa, tahvil para talebi düşer. Tobin' e göre faizler yüksekse ama aynı zamanda tahvil tutmak çok riskliyse, yüksek faize rağmen bireyler para talebinde bulunabilir.

7.1.4 Friedman'ın Miktar Teorisi

Friedman da para talebini etkileyen faktörleri belirlemek istemiş ve para talebini modellemeye çalışmıştır. Friedman, Keynes gibi para tutmanın sebeplerini ayrıntılı olarak açıklamıyor. Friedman, Keynes' in tersine para talebini açıklamak için varlık talebi teorisini kullanmıştır. Parayı varlık olarak ele alıp diğer varlık taleplerini ne etkiliyorsa para talebini de onların etkilediğini söylemiştir. Friedman, Keynes'den farklı olarak para ve tahvile ek olarak hisse senedi ve reel varlıklardan da bahseder. Friedman' a göre paranın diğer varlıklara göre getirisi para talebi fonksiyonunda yer almalıdır. Friedman para talebini şu şekilde formüle eder:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p, (r_b - R_m), (r_e - r_m), (\pi^e - R_m)) \quad (7.9)$$

burada Y_p sürekli gelir, r_b tahvilin getirisi, r_m , paranın getirisi, r_e hisse senetlerinin getirisi, ve π^e beklenen enflasyon oranıdır.

Friedman, bu varlıkların her birinin ayrı ayrı getirileri yerine bunların paraya göre getirilerinden bahsetmiştir. Şimdi bu terimlerden tek tek bahsedelim:

Y_p (Sürekli Gelir): Keynes sadece cari gelirden bahseder ve para talebinin cari gelire bağlı olarak değiştiğini söyler. Ancak, Friedman sürekli gelirin para talebini etkilediğini söyler. Friedman'a göre sürekli gelir artarsa, para talebi de artar. Aralarında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

r_m (Paranın Getirisi): Friedman'a göre paranın getirisi para talebini etkiler. Paranın getirisini etkileyen iki faktör vardır:

- Faiz oranı: Para arzı tanıma dahil mevduatların faizinde artış varsa paranın beklenen getirisi artar ve para talebi artar.

- Para arzı tanıma dahil mevduatlarda işlem kolaylığı sağlanmışsa, para talebi artar. Örneğin, para tanımına dahil mevduatlardan elektrik faturaları ödenebiliyorsa, bu mevduatlara dolayısıyla paraya talep artacaktır.

$(r_b - r_m)$ (Tahvilin paraya oranla beklenen getirisi): Tahvilin paraya oranla beklenen getirisi artarsa, para talebi düşer.

$(r_e - r_m)$ (Hisse senedinin paraya oranla beklenen getirisi): Hisse senedinin paraya oranla beklenen getirisi artarsa, para talebi düşer.

π^e (Beklenen enflasyon): Beklenen enflasyon artarsa, değer tutma aracı olarak reel varlıklara talep artar, paraya olan talep azalır.

Friedman'a göre, diğer varlıkların paraya göre beklenen getirisi para talebi ile istikrarlı bir ilişki içindedir çünkü piyasada faizlerin birlikte hareket ettiğini, bir varlığın getirisi arttığında paranın getirisinin de nispeten artacağını ve diğer varlıkların paraya oranla beklenen getirilerinin yani yukarıda bahsettiğimiz $(r_b - r_m), (r_e - r_m)$ ve $(\pi^e - r_m)$ terimlerinin çok dalgalanmayacağını söyler. Bu noktadan hareketler, Friedman denklemde şöyle bir değişiklik yapar:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p) \quad (7.10)$$

yani para talebinin sadece sürekli gelirden etkilendiğini söyler. Sürekli gelir istikrarlı olduğu için para talebinin ve paranın dolaşım hızının da istikrarlı olduğunu söyler.

Keynes ve Friedman'ın Para Talebi Teorilerinin Karşılaştırılması

- Keynes, para talebini modellerken sadece para tahvilden söz ederken, Friedman diğer varlıklardan da söz etmiştir.
- Keynes'e göre para talebi sadece cari gelirden etkilenir, bu yüzden de para talebi ve paranın dolaşım hızı istikrarlı değildir. Friedman'a göre para talebi sürekli gelirden etkilenir. Bu nedenle, para talebi ve paranın dolaşım hızı istikrarlıdır.

- Keynes'e göre faizler para talebini etkiler. Faizler sık sık deęiőeceęi için para talebi ve paranın dolaşım hızı istikrarlı değildir. Friedman'a göre para talebi faizlerden etkilenmez, bu nedenle paranın dolaşım hızı istikrarlıdır.

Özetlersek:

Friedman → para talebi ve paranın dolaşım hızı istikrarlı (çok fazla dalgalanma göstermez, kolay tahmin edilebilir)

Keynes → para talebi ve paranın dolaşım hızı istikrarlı değil (çok fazla dalgalanma gösterir, kolay tahmin edilemez)

7.2 Para Talebinin Önemi

Yukarıda anlattığımız para teorisiyle ilgili farklı teoriler, para talebinin istikrarlı olup olmaması konusunda farklı sonuçlara ulaşmıştır. Fisher, Cambridge iktisatçıları ve Friedman'a göre para talebi istikrarlıyken, Keynes'e göre istikrarlı değildir. Para talebinin istikrarlı olup olmaması para politikasının etkinliğini de etkiler. Eğer para talebi faizlerdeki değişikliğe karşı çok hassassa (Keynes'in dediği gibi), para arzındaki değişikliğin üretim üzerindeki etkisi de az olur. Bununla birlikte, para talebinin istikrarlı olup olmamasına bağlı olarak Merkez bankalarının ara hedefleri de değişebilir. Para talebinin istikrarlı olduğu bir ekonomide merkez bankası para arzını ara hedef olarak seçerken, para talebinin istikrarsız olduğu bir ekonomide faiz hedefini seçebilir. Bu nedenle, para talebinin istikrarlı olup olmadığına dair çeşitli ampirik çalışmalar yapılmıştır. Fakat bu çalışmalar, para talebiyle ilgili kesin sonuçlara ulaşamamıştır. Ancak, Türkiye için yapılan çalışmaların önemli bir kısmında para talebinin istikrarlı olmadığı görülmüştür.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009), Bölüm 19
- Aslan (2009), s.172-218
- Keyder (2008), s.345-374

Bölüm 8

IS-LM Modeli

Bu bölümde ekonomide kısa ve uzun dönemde fiyat genel düzeyi, faiz ve toplam hasıla düzeylerinin nasıl belirlendiğinden bahsedeceğiz. Bu amaçla, IS-LM ve AD-AS modellerini kullanacağız. Ekonominin kısa ve uzun dönem genel dengesinden bahsettikten sonra, para ve maliye politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerinden söz edeceğiz. Bu bağlamda, para ve maliye politikalarının etkinliği ve paranın nötralitesi gibi kavramları açıklayacağız.

8.1 IS-LM Modeli ve Ekonominin Kısa Dönem Dengesi

Makroekonomi derslerinden aşına olduğunuz IS-LM modelini kısaca hatırlayalım. Ekonomik dalgalanmaların açıklanması için kullanılan IS-LM modeli 1937’de John Hicks tarafından geliştirilmiştir. Bu modelde IS, mal piyasasında dengeyi sağlayan faiz ve toplam hasıla bileşenlerini gösterir. Mal piyasasında denge, tasarrufların yatırımlara eşit olmasını gerektirir. Burada öncelikle kapalı bir ekonomiden söz edeceğiz ve mal piyasasında üç bileşen olduğunu varsayacağız: Özel tüketim harcamaları, firmaların yatırım harcamaları ve kamu harcamaları. Öncelikle mal piyasasının bileşenlerini hatırlayalım:

$$C = \bar{a} + b(Y - T) \quad \text{Özel Tüketim Harcamaları}$$

$$I = \bar{I} - di \quad \text{Yatırım Harcamaları}$$

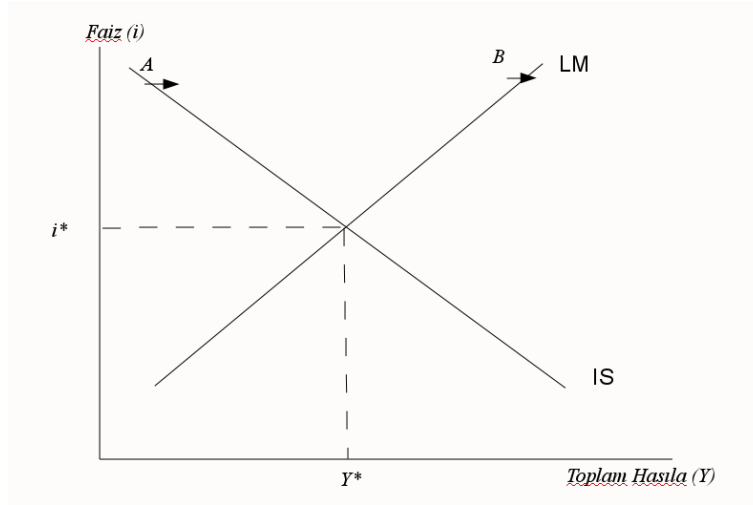
$$G \quad \text{Kamu Harcamaları}$$

Özel tüketim harcamalarının bir otonom kısmı a bir de gelire bağlı olarak değişen kısmı b vardır. Buna aynı zamanda marjinal tüketim eğilimi de denir. Yatırım dediğimiz zaman günlük hayatta kullandığımız finansal yatırımdan söz etmiyoruz. Burada bahsettiğimiz fiziki yatırım. Yani yatırımı fiziki sermaye stoğunu artırmak olarak tanımlıyoruz. Üç çeşit yatırım vardır: Mesken yatırımları (firmaların bina yatırımları), mesken dışı yatırımlar (alet, tehcizat yatırımı) ve envanter yatırımı. Envanter yatırımı, firmaların piyasada o mala olan arz ve talebi kesin olarak bilemedikleri için tedbir olarak stoklarında bulundurdukları mal miktarıdır. Örneğin, kriz zamanlarında talep azaldığı için firmaların stoklarında beklenmedik artışlar olur. Envanter yatırımları, yatırımların planlanmayan kısmıdır. Yatırımları etkileyen çeşitli faktörler vardır. Geleceğe dair iyimser beklentiler ve kapasite kullanım oranlarının artması yatırımlar üzerinde olumlu etki yapar. Ancak yatırımları etkileyen en önemli faktör faizdir. Yatırım ve faiz arasında negatif yönde bir ilişki vardır. Faizlerin artması firmaların yeni yatırımlar için borçlanma maliyetini artırır ve yatırımları düşürür.

Faizler ve toplam hasıla arasında nasıl bir ilişki vardır? Faiz oranlarının düşmesi (diğer herşey sabitken), yatırımların azalmasına ve toplam harcamaların azalmasına dolayısıyla toplam hasılanın düşmesine neden olur. Buradan IS eğrisinin negatif eğimli olduğunu görürüz.

LM eğrisi ise para piyasasında dengeyi sağlayan faiz ve toplam hasıla bileşenlerini gösterir. Para piyasasında faizler ve toplam hasıla arasında nasıl bir ilişki vardır? Toplam talep arttığında işlem amaçlı para talebi artar, dolayısıyla faizlerin artması gerekir. Bu nedenle, para piyasasında faiz oranları ile toplam hasıla arasında pozitif yönde bir ilişki vardır. Bu ilişki, şekil 8.1'de görülmektedir.

IS ve LM eğrilerinin kesiştiği noktada ise ekonomide dengeyi sağlayan tek bir faiz oranı ve toplam hasıla düzeyi vardır. Bu noktalar grafikte i^* ve Y^* ile gösterilmiştir. Bu nokta dışındaki noktalarda ise ekonomi dengede değildir. Örneğin,



Şekil 8.1: IS-LM Grafiği

şekildeki A ve B noktalarını ele alalım.

A noktası: Bu noktada mal piyasası dengededir ancak para piyasası dengede değildir. Para piyasasında para arzı fazlası vardır. Bireyler tahvil almaya başlarlar, tahvil fiyatları artar ve faizler düşer.

B noktası: Bu noktada, para piyasası dengededir ancak mal piyasası dengede değildir. Mal piyasasında arz fazlası vardır. Arz fazlasını eritmek için firmaların üretimi azaltmaları gerekir.

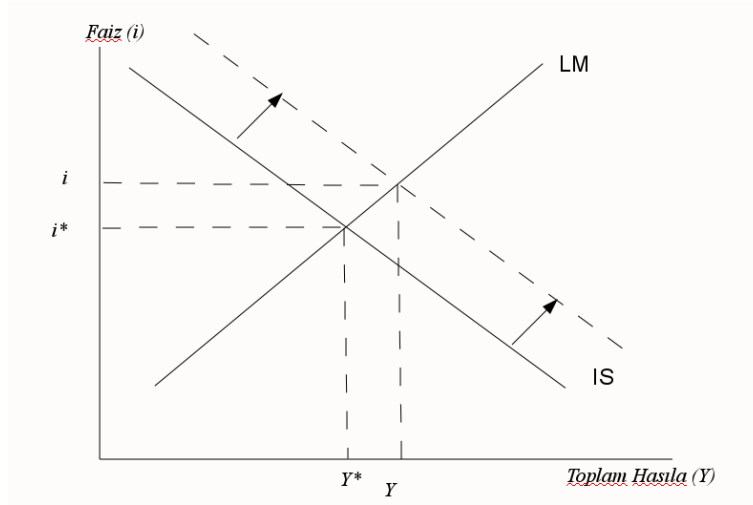
8.1.1 IS Eğrisini Kaydıran Faktörler

Otonom tüketim harcamaları (a), otonom yatırım harcamaları (I) ve kamu harcamaları (G) ve vergiler (T) IS eğrisini kaydırır.

otonom tüketim harcamaları $\uparrow \rightarrow$ IS sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , faizler \uparrow

yatırım harcamaları $\uparrow \rightarrow$ IS sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , faizler \uparrow

kamu harcamaları $\uparrow \rightarrow$ IS sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , faizler \uparrow



Şekil 8.2: IS Eğrisinde kaymalar

vergiler $\downarrow \rightarrow$ IS sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , faizler \uparrow

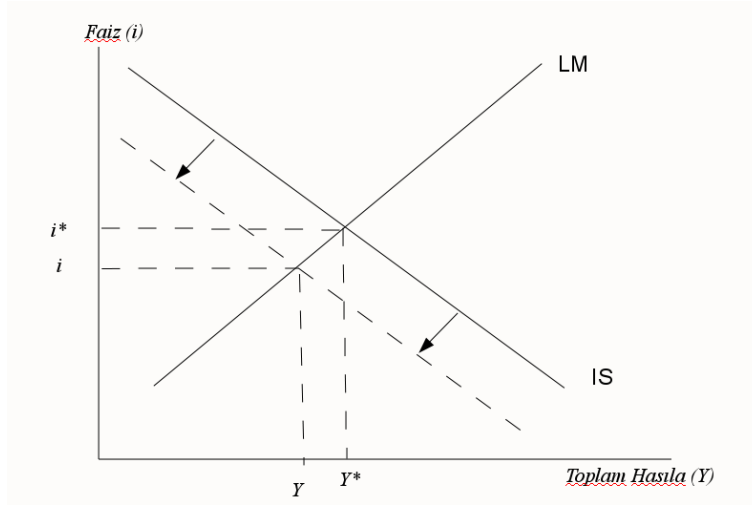
Bütün bunların tersi de geçerlidir. Yani, otonom tüketim harcamaları, yatırım ve kamu harcamalarının azalması, veya vergilerin artması IS' i sola kaydırarak faizlerin ve toplam hasılanın düşmesine sebep olur.

Örnek: Diğer herşey sabitken, otonom tüketim harcamalarındaki artış denge faiz oranını ve toplam hasılayı nasıl değiştirir?

Şekil 8.2'de otonom tüketim harcamalarındaki artışın IS eğrisini sağa kaydırarak, faizleri ve toplam hasılayı artırdığını görüyoruz.

Örnek: Diğer herşey sabitken, yatırım harcamalarındaki düşüş denge faiz oranını ve toplam hasılayı nasıl değiştirir?

Şekil 8.3'de yatırım harcamalarındaki düşüşün IS eğrisini sola kaydırarak, faizleri ve toplam hasılayı düşürdüğünü görüyoruz.



Şekil 8.3: IS Eğrisinde kaymalar

8.1.2 LM Eğrisini Kaydıran Faktörler

Para arzındaki değişiklikler, fiyatlar genel düzeyindeki değişiklikler ve otonom para talebinde meydana gelen değişiklikler LM eğrisini kaydırır.

para arzı \uparrow \rightarrow LM sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , faizler \downarrow

fiyatlar genel düzeyi \uparrow \rightarrow LM sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , faizler \downarrow

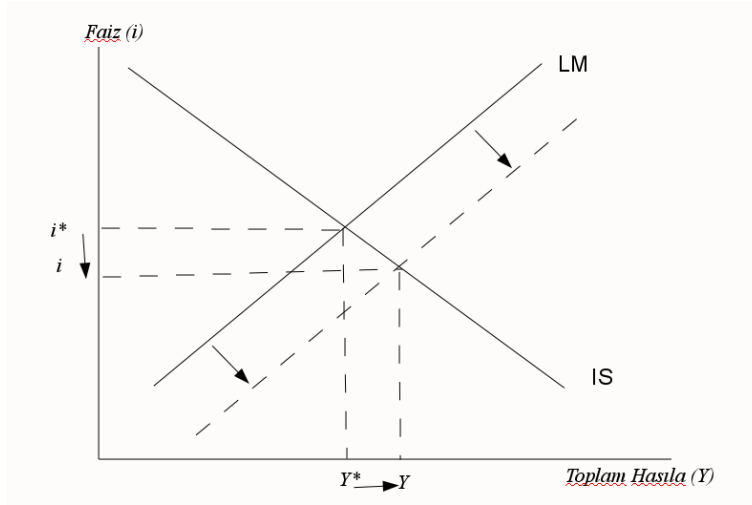
para talebi \uparrow \rightarrow LM sola kayar \rightarrow toplam hasıla \downarrow , faizler \uparrow

Örnek: Diğer herşey sabitken para arzının artması denge faiz oranını ve toplam hasılayı nasıl değiştirir?

Şekil 8.4'de para arzındaki artış sonucunda faizlerin düştüğünü ve toplam hasılanın arttığını görüyoruz.

8.1.3 Para ve Maliye Politikaları

Genişletici maliye politikası, kamu harcamalarının artırılması veya vergilerin düşürülmesidir. Bu durumda IS eğrisi şekil 8.2'de görüldüğü gibi sağa kayar, toplam



Şekil 8.4: LM Eğrisinde kaymalar

hasıla ve faiz oranı artar. Daraltıcı maliye politikası ise kamu harcamalarının azaltılması ve vergilerin artırılmasıdır. Bu durumda IS eğrisi 8.3'deki gibi sola kayar. Faizler ve toplam hasıla düşer.

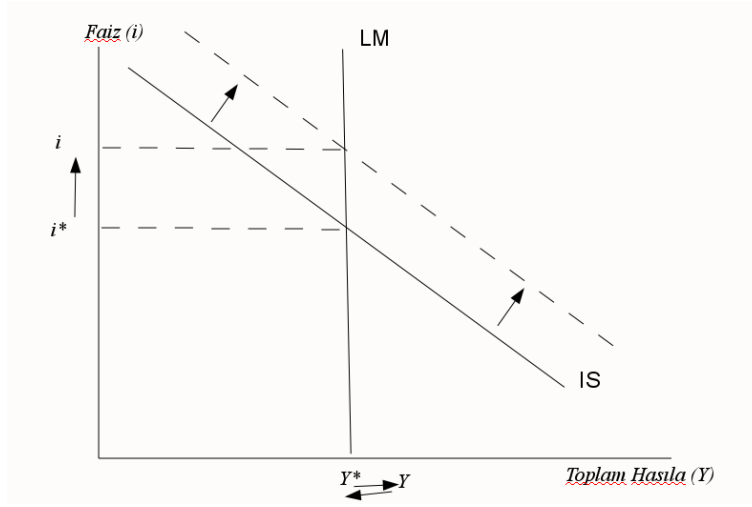
Genişletici para politikası, para arzının artırılmasıdır. Daha önceki bölümlerde merkez bankasının para arzını açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranı ve re-eskont kredileri yoluyla değiştirebileceğini söylemiştik. Para arzının artması, LM eğrisini sağa kaydırarak faizlerin düşmesine ve toplam hasılanın artmasına neden olur. 8.4'de görülmektedir.

Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği

Para ve maliye politikalarının etkinliği demek bu politikaların toplam talebi ve toplam hasılayı etkileyebilme güçleri demektir. Eğer bir politika toplam hasılayı büyük ölçüde değiştirebiliyorsa, o politikanın etkin olduğundan söz ederiz. Para ve maliye politikalarının etkinliği, para talebinin ve yatırımların faiz oranlarına karşı hassasiyetlerine göre değişir.

Paracı Yaklaşım Göre Para ve Maliye Politikasının Etkinliği: Friedman'ın para talebi teorisini açıklarken, Friedman'a göre para talebinin faizden etkilenmedi-

ğini belirtmiştik. Buna göre, para talebi eğrisinin faiz esnekliği sıfırdır ve para talebi eğrisi dikey eksene paralel çizilir. Bu, LM eğrisinin de dikey eksene paralel olması anlamına gelir.



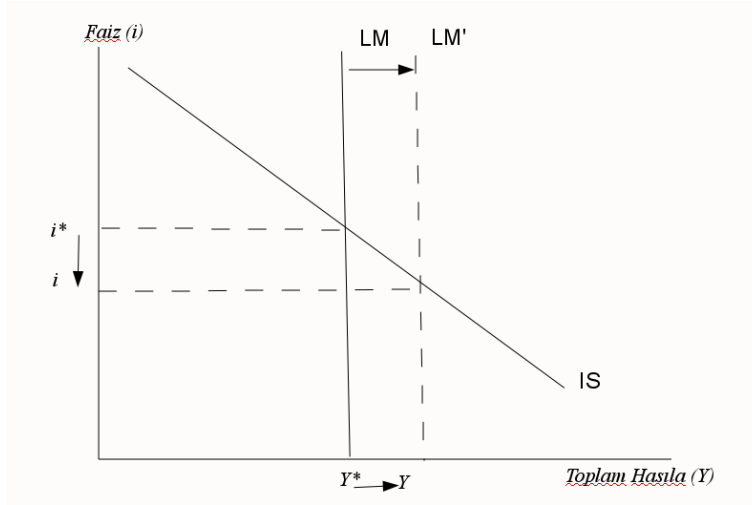
Şekil 8.5: Paracı yaklaşıma göre LM eğrisi ve maliye politikası

Şekil 8.5’de paracı yaklaşıma göre LM eğrisi dikey eksene paralel olarak çizilmiş ve genişletici bir maliye politikasının toplam hasıla ve faiz üzerindeki etkisi gösterilmiştir. Şekilde, genişletici bir maliye politikasının faizleri artırırken toplam hasıla üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını görüyoruz. Bunun sebebi, genişletici maliye politikasının faizleri artırarak özel sektör yatırımlarını azaltması yani dışlama etkisidir. Bu dışlama etkisi nedeniyle, maliye politikası etkin değildir.

Şekil 8.6’de paracı yaklaşıma göre para politikasının toplam hasıla ve faizleri nasıl değiştirdiğini görüyoruz. Genişletici para politikası faizleri azaltırken, toplam hasılayı artırmıştır. Sonuç olarak, paracı görüşe göre maliye politikası etkin değilken para politikası etkindir.

Keynesçi Yaklaşıma Göre Para ve Maliye Politikasının Etkinliği: Keynes’in para talebi teorisini açıklarken, Keynes’e göre para talebinin faizlere karşı çok hassas olduğundan bahsetmiştik. Bu nedenle LM eğrisini oldukça yatık çizeriz.

Şekil 8.7’de, genişletici bir maliye politikası IS eğrisini sağa kaydırmakta ve faiz oranlarındaki küçük bir azalmaya karşın toplam hasıla büyük oranda değişmektedir.



Şekil 8.6: Paracı yaklaşıma göre LM eğrisi ve para politikası

Bu da Keynesci modelde maliye politikasının etkin olduğunu, yani toplam hasılayı etkileme gücünün fazla olduğunu gösterir.

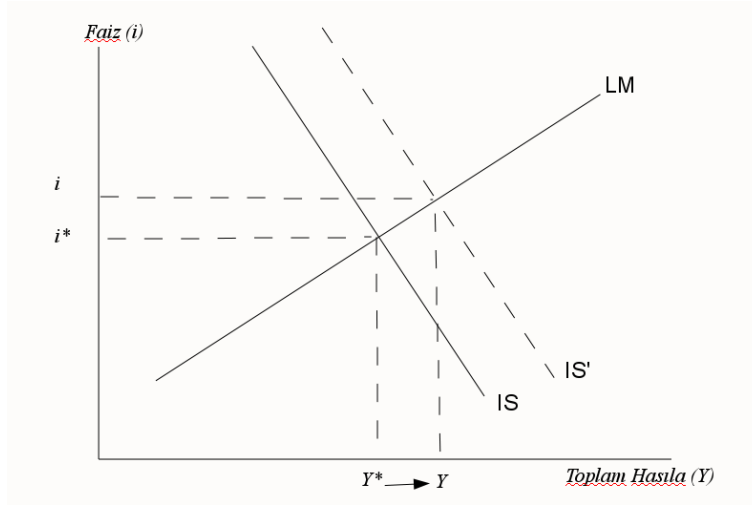
Şekil 8.8’de Keynesci yaklaşıma göre para politikasının toplam hasıla ve faizleri nasıl değiştirdiğini görüyoruz. Genişletici para politikası faizleri büyük ölçüde düşürürken, toplam hasılda az bir artış gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, Keynesci görüşe göre para politikası etkin değilken maliye politikası etkindir.

Özetlersek:

- Paracı yaklaşıma göre (Friedman) maliye politikası etkin değilken para politikası etkindir.
- Keynesci yaklaşıma göre maliye politikası daha etkindir.

8.1.4 Merkez Bankasının Ara Hedefleri Seçmesi

5. Haftada, merkez bankalarının kullandıkları ara hedeflerden bahsetmiş ve merkez bankasının hangi ara hedefi seçeceğini para talebinin istikrarlı olup olmamasına bağlı olarak değiştirdiğini söylemiştik. Bu bölümde IS-LM çerçevesinde merkez ban-

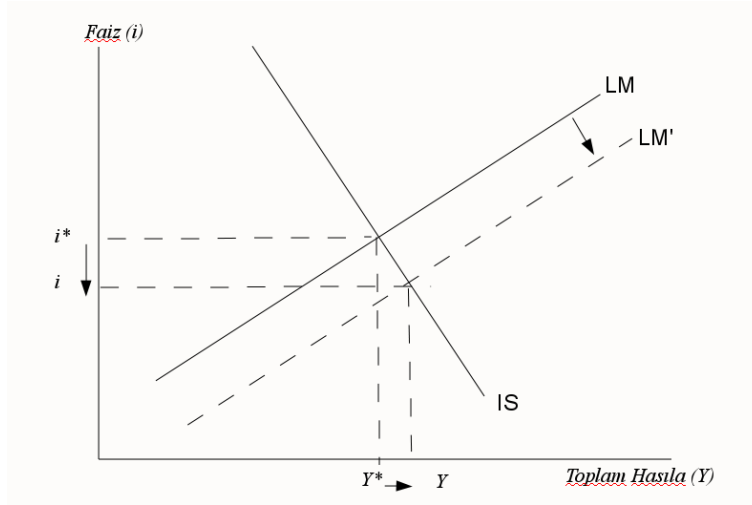


Şekil 8.7: Keynesci yaklaşıma göre LM eğrisi ve maliye politikası

kalarının ara hedeflere nasıl karar verdiklerinden bahsedeceğiz. Merkez bankaları ara hedefleri seçerken, bu hedeflerin ekonomiye etkilerini düşünmek durumundadır. Seçilen hedeflerin toplam hasılda büyük dalgalanmalara sebep olmaması gerekmektedir. Toplam hasıladaki dalgalanmalar, ekonomide istikrarsızlığa neden olabileceğinden istenen bir durum değildir. Şimdi iki ayrı senaryo ele alalım: Birincisi, IS'in istikrarsız, LM'in istikrarlı olduğu bir ekonomi, ikincisi ise LM'in istikrarsız, IS'in istikrarlı olduğu bir ekonomi. Her iki durumda para arzı ve faiz hedeflerinin toplam hasıla üzerindeki etkisine bakarak merkez bankasının hangi hedefi seçmesi gerektiğini inceleyelim.

LM istikrarlı, IS istikrarsızsa merkez bankası para arzı hedefini mi faiz hedefini mi seçer?

Bir ekonomide para talebi istikrarlıysa, yani çok fazla dalgalanma göstermiyorsa, fakat IS'te yani mal piyasasında dalgalanmalar çoksa, LM eğrisi sabitken IS eğrisi sürekli olarak sağa ve sola kayıyor demektir. Buna göre, merkez bankasının hangi hedefi seçeceği şekil 8.9'de gösterilmektedir. Merkez bankası para arzı hedefini seçerse LM eğrisi kaymaz, LM^{**} da kalır. Merkez bankası faiz hedefini seçerse, faizlerin değişmesine izin vermez yani faizler i^{**} da kalır. Merkez bankası para arzı hedefini seçerse, IS eğrisi sağa kaydığında, toplam hasıla Y'_m 'e artacaktır,

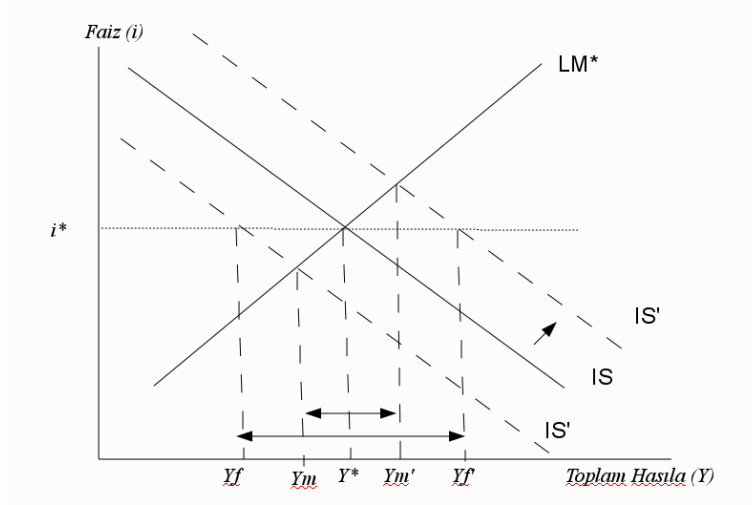


Şekil 8.8: Keynesci yaklaşıma göre LM eğrisi ve para politikası

sola kaydığına ise Y_m' e düşecektir. Bu durumda, toplam hasıladaki dalgalanma Y_m' ve Y_m arasında olacaktır. Merkez bankası, faiz hedefini seçerse toplam hasıla Y_f ve Y_f' arasında dalgalanacaktır. Merkez bankası faiz hedefini seçtiğinde toplam hasılda dalgalanma daha çok olacaktır. Bu durumda, IS'in istikrarsız olduğu bir ekonomide para arzı hedefinin seçilmesi, toplam hasılda daha az bir dalgalanmaya sebep olacağı için daha iyidir.

LM istikrarsız, IS istikrarlıysa merkez bankası para arzı hedefini mi faiz hedefini mi seçer?

Bir ekonomide para talebi istikrarsızsa, LM de istikrarsız olur yani sürekli olarak değişir. LM istikrarsızken IS istikrarlıysa, LM eğrisi sağa ve sola kaydığına toplam hasıla ve faiz oranları değişecektir. Merkez bankası para arzı hedefini seçerse toplam hasıladaki dalgalanma Y_m ve Y_m' arasında olacaktır. Bu dalgalanma şekil 8.10'de ok ile gösterilmiştir. Merkez bankası faiz hedefini seçerse, faizleri i^* da tutmak için para arzını değiştirecektir. Örneğin, LM eğrisi sağa kaydığına faizler düşecektir. Ancak merkez bankası faiz hedefini seçtiği için para arzını artırarak yani LM' i sağa kaydırarak faizleri tekrar i^* düzeyine çekebilecektir. Merkez bankasının faiz hedefini seçtiği durumda toplam hasılda dalgalanma olmayacak, toplam hasıla Y^{**} da kalacaktır. Bu durumda, merkez bankasının faiz hedefini seçmesi toplam hasılda



Şekil 8.9: LM istikrarlı IS istikrarsızsa ara hedeflerin seçilmesi.

dalgalanma yaratmayacağı için daha iyidir.

Özetlersek:

- LM istikrarlı, IS istikrarsızsa merkez bankası para arzı hedefini seçer çünkü bu durumda toplam hasıladaki dalgalanma daha az olur.

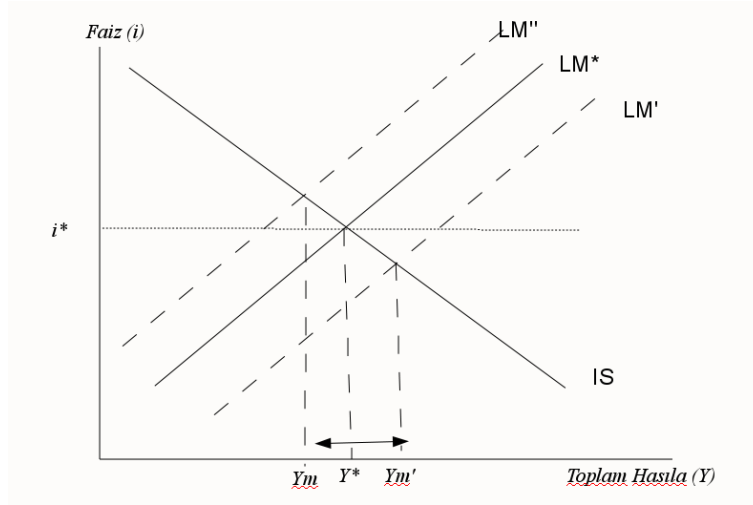
Bu görüş, Friedman'ın görüşünü yansıtır çünkü Friedman para talebinin dolayısıyla LM' in istikrarlı olduğunu düşünür.

- LM istikrarsız, IS istikrarlıysa merkez bankası faiz hedefini seçer çünkü bu durumda toplam hasıladaki dalgalanma daha az olur.

Bu görüş, Keynes'in görüşünü yansıtır çünkü Keynes para talebinin dolayısıyla LM' in istikrarsız olduğunu düşünür.

8.2 Uzun Dönemde IS-LM Modeli

Şekil 8.1'de ekonominin kısa dönem dengesinin, IS ve LM eğrilerinin kesişme noktaları tarafından belirlendiğini göstermiştik. Ekonominin uzun dönem dengesinden



Şekil 8.10: LM istikrarsızsa merkez bankası ara hedefleri nasıl seçer?

sözedebilmek için, bu grafiğe tam istihdam oranını da eklememiz gerekir. Şekil 8.11’de ekonominin uzun dönem dengesi görülmektedir. Burada Y_p , doğal ürün (potansiyel hasıla) düzeyini gösterir. Bu noktada ekonomi tam istihdam düzeyindedir ve işsizlik doğal işsizlik düzeyine eşittir. Kısa dönem IS-LM modelinden bahsederken, fiyat genel düzeyi ile ilgili hiçbir şey söylemedik. Şimdi, uzun dönemden bahsedebilmek için fiyat genel düzeyindeki değişiklikleri de ele almamız gerekir.

Uzun dönemde fiyatlar değişir. Ekonomide, IS ve LM eğrilerinin kaymasından dolayı toplam hasıla değişirse ve doğal ürün düzeyinden uzaklaşırsa, fiyatlar değişir.

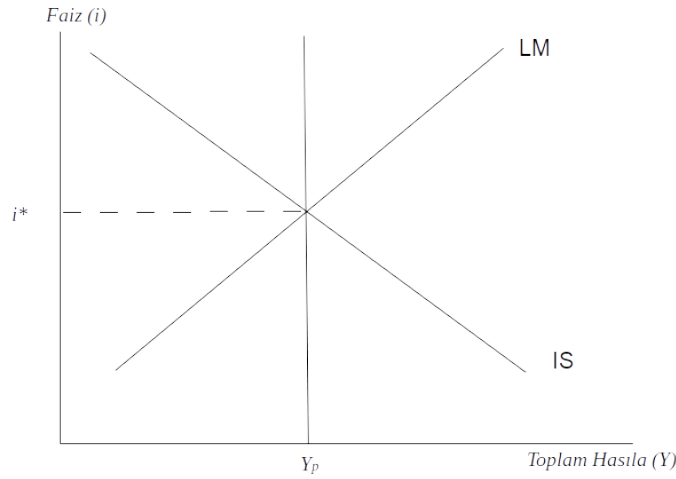
toplam hasıla (Y) > doğal ürün düzeyi (Y_p) \Rightarrow fiyat genel düzeyi \uparrow

toplam hasıla (Y) < doğal ürün düzeyi (Y_p) \Rightarrow fiyat genel düzeyi \downarrow

8.2.1 Uzun Dönemde Para ve Maliye Politikaları

Uzun Dönemde Maliye Politikasının Etkinliği

Uzun dönemde genişletici bir maliye politikası izlenirse, örneğin kamu harcamaları artırılırsa veya vergi oranları düşürülürse, IS eğrisi sağa kayar. Toplam hasıla Y_1



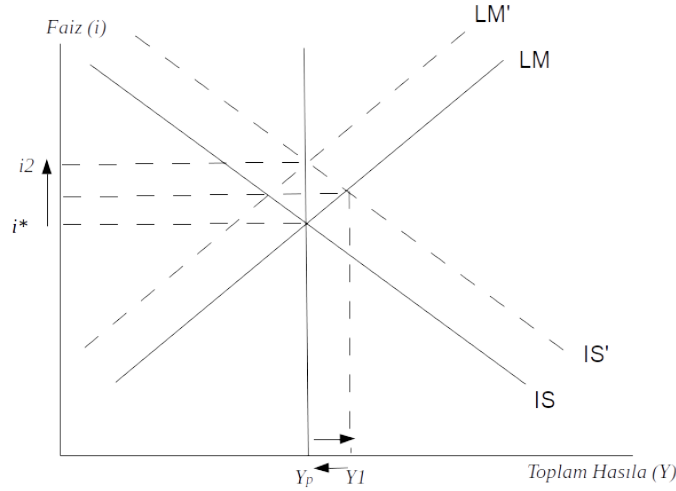
Şekil 8.11: Uzun dönem IS-LM grafiği

e çıkar. Toplam hasıla doğal ürün düzeyinin üzerinde olacağı için ekonomik genişleme fiyatlar üzerinde baskı yapar ve fiyat genel düzeyi artar. Fiyat genel düzeyinin artması LM' i etkiler. Fiyat genel düzeyi arttığı için reel para arzı azalır ve LM eğrisi sola kayar. Nihai dengede, faizler artar, toplam hasıla ise eski düzeyine Y_p geri döner. Bu mekanizma şekil 8.12'de gösterilmiştir.

genişletici maliye politikası → IS sağa kayar → toplam hasıla (Y_1) > doğal ürün düzeyi (Y_p) → fiyat genel düzeyi (P) ↑ reel para arzı ↓ LM sola kayar → faiz (i) ↑, toplam hasıla eski düzeyine döner

daraltıcı maliye politikası → IS sola kayar → toplam hasıla (Y_1) < doğal ürün düzeyi (Y_p) → fiyat genel düzeyi (P) ↓ reel para arzı ↑ LM sağa kayar → faiz (i) ↓, toplam hasıla eski düzeyine döner

Sonuç: Uzun dönemde maliye politikaları etkin değildir. Maliye politikaları sadece faiz oranını değiştirir, toplam hasıla üzerindeki etkisi kısa sürelidir. Fiyat genel düzeyindeki değişiklikten dolayı toplam hasıla uzun dönemde eski düzeyine döner.



Şekil 8.12: Uzun dönemde maliye politikasının etkinliği.

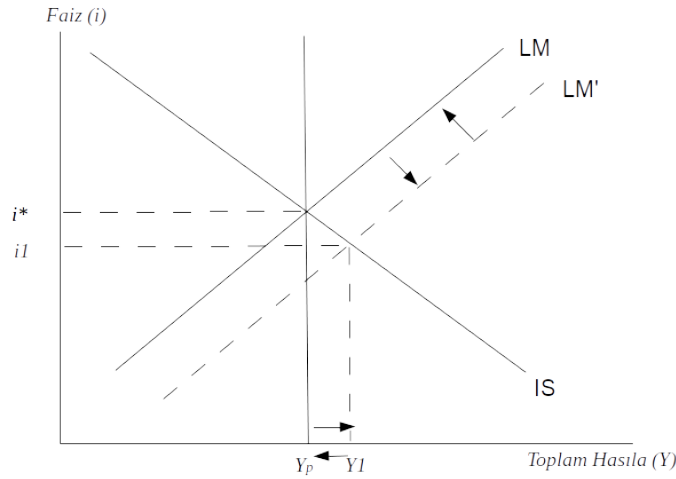
Uzun Dönemde Para Politikasının Etkinliği

Uzun dönemde genişletici bir para politikası izlenirse LM eğrisi sağa kayar. Faizler düşer ve toplam hasıla artar. Şekil 8.13'de görüldüğü gibi toplam hasılanın doğal ürün düzeyinin üzerine çıkması fiyat genel düzeyini artırır ve reel para arzı düşer. Reel para arzının düşmesi LM eğrisini tekrar sola kaydırır. Böylece, faizler ve toplam hasıla değişmez.

genişletici para politikası \rightarrow LM sağa kayar \rightarrow toplam hasıla (Y_1) $>$ doğal ürün düzeyi (Y_p) \rightarrow fiyat genel düzeyi (P) \uparrow \rightarrow reel para arzı \downarrow \rightarrow LM sola kayar \rightarrow faiz (i) ve toplam hasıla eski düzeyine döner

daraltıcı para politikası \rightarrow LM sola kayar \rightarrow toplam hasıla (Y_1) $<$ doğal ürün düzeyi (Y_p) \rightarrow fiyat genel düzeyi (P) \downarrow \rightarrow reel para arzı \uparrow \rightarrow LM sağa kayar \rightarrow faiz (i) ve toplam hasıla eski düzeyine döner.

Sonuç: Uzun dönemde para politikaları etkin değildir. Uzun dönemde para politikaları toplam hasıla ve faiz oranını değiştirmez, sadece fiyat genel düzeyini değiştirir.



Şekil 8.13: Uzun dönemde para politikasının etkinliği.

Uzun Dönemde Paranın Yansızlığı (Nötralitesi)

Paranın yansızlığı (veya paranın nötralitesi), uzun dönemde para politikalarının faizleri ve toplam hasılayı etkilememesidir. Bu kavram aslında klasik dikotominin (yani reel değişkenlerin parasal değişkenlerden etkilenmemesi) bir yansımasıdır. Buna göre merkez bankası para basarak reel ekonomiyi etkileyemez çünkü para arzının artması toplam hasılayı doğal düzeyinin üzerine çıkaracak, fiyat genel düzeyi artacak, reel para arzı azalacak ve toplam hasıla eski düzeyine tekrar dönecektir.

Paranın süper yansızlığı ise sadece para arzı düzeyindeki değişikliklerin değil, para arzı büyüme oranındaki değişikliklerin de uzun dönemde reel ekonomiyi etkilememesidir.

Paracılar (monetaristler), paranın kısa dönemde yansız (nötr) olmamasını nominal rijiditelere ve hatalı bekleyişlere bağlar.

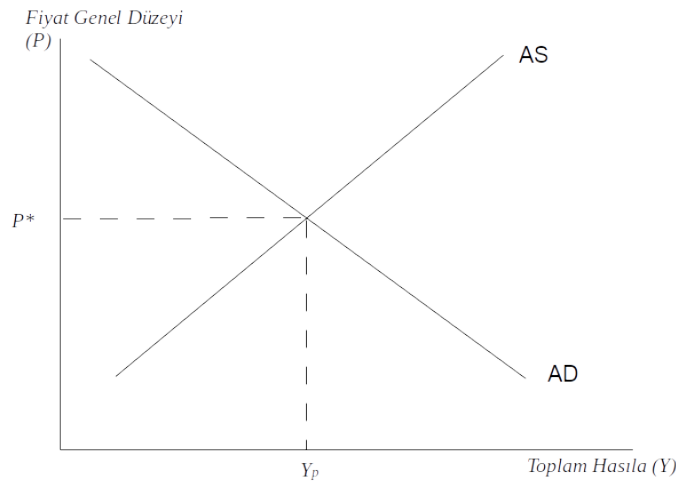
8.3 AD-AS Modeli

Ekonomide toplam hasıla ve faizler arasındaki ilişkiyi incelerken IS-LM modelini kullandık. Faizler ve toplam hasılaya ek olarak ilgilendiğimiz başka bir önemli kav-

ram ise fiyat genel düzeyidir. AD-AS çerçevesini kullanarak fiyat genel düzeyi ve toplam hasıla ilişkisinden, bu ilişkiyi etkileyen faktörlerden ve bu çerçevede para ve maliye politikalarından bahsedeceğiz.

Toplam Talep Eğrisi (AD)

Toplam talep eğrisi, para ve mal piyasalarının dengede olduğu toplam hasıla düzeyi ile fiyat genel düzeyi arasındaki ilişkiyi gösterir. Şekil 8.14’de görüldüğü gibi toplam talep eğrisi negatif eğimlidir.



Şekil 8.14: AD-AS Grafiği

Mikroiktisat derslerinde talep eğrilerinin neden negatif eğimli olduğundan bahsetmiş ve fiyat değişikliklerinin ikame etkisinden dolayı negatif eğimli olduklarını söylemiştik. Ancak, toplam talep eğrilerinin negatif eğimli olmalarının sebepleri farklıdır. Toplam talep eğrilerinin negatif eğimli olmalarının sebepleri:

- Fiyat genel düzeyindeki değişikliğin harcamalar üzerindeki etkisi.
fiyat genel düzeyi (P) \uparrow \rightarrow finansal varlıkların reel değeri \downarrow \rightarrow harcamalar \downarrow
 \rightarrow toplam hasıla (Y) \downarrow
- Fiyat genel düzeyindeki değişikliğin faizler üzerindeki etkisi.
fiyat genel düzeyi (P) \uparrow \rightarrow faiz haddi \uparrow \rightarrow yatırımlar \downarrow \rightarrow toplam hasıla (Y) \downarrow

- Fiyat genel düzeyindeki değişikliğin yabancı mallar ikamesi üzerindeki etkisi.
fiyat genel düzeyi (P) \uparrow \rightarrow ihracat \downarrow \rightarrow toplam hasıla (Y) \downarrow

Toplam Talebi Etkileyen Faktörler

IS ve LM'i etkileyen faktörler toplam talebi de etkiler. Ancak fiyat genel düzeyindeki değişiklikler AD eğrisini kaydırmaz sadece doğru üzerinde bir harekete sebep olur. Diğer faktörler ise AD eğrisini kaydırır. Bu faktörleri şöyle özetleyebiliriz:

IS' i etkileyen faktörler AD' yi de etkiler

- otonom tüketim harcamaları \uparrow \rightarrow AD sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , fiyat genel düzeyi \uparrow
- yatırım harcamaları \uparrow \rightarrow AD sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , fiyat genel düzeyi \uparrow
- kamu harcamaları \uparrow \rightarrow AD sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , fiyat genel düzeyi \uparrow
- vergiler \downarrow \rightarrow AD sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , fiyat genel düzeyi \uparrow

LM'i etkileyen faktörler AD' yi de etkiler.

- para arzı \uparrow \rightarrow AD sağa kayar \rightarrow toplam hasıla \uparrow , fiyat genel düzeyi \uparrow

Kısa Dönem Toplam Arz Eğrisi

Toplam arz, her bir fiyat düzeyinde üreticilerin satmak istedikleri mal ve hizmet miktarını gösterir. Kısa dönem toplam arz eğrisi şekil 8.14'de görüldüğü gibi pozitif eğimlidir. Kısa dönem toplam arz eğrisi boyunca fiyat genel düzeyi ile toplam hasıla arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Toplam Arzı Etkileyen Faktörler

Aşağıdaki faktörler toplam arz eğrisini kaydırır:

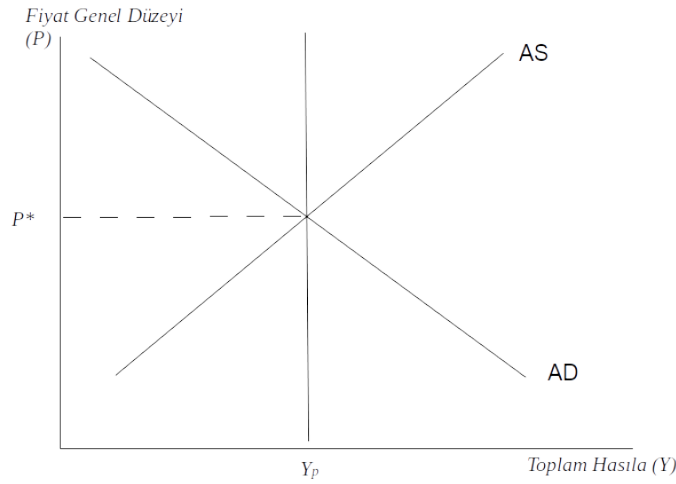
- İşgücü piyasası sıkılığı, gevşekliği.
İşgücü piyasasının sıkı olması toplam hasılanın doğal ürün düzeyinin üzerinde olması, yani işsizlik oranının doğal işsizlik oranının altında olmasıdır. Bu durumda, ücretler artar, üretim maliyetleri artar ve toplam arz eğrisi sola kayar.
- Üretim maliyetlerindeki değişiklikler.
Üretim maliyetleri $\uparrow \rightarrow$ toplam arz \downarrow
- Ücret Baskısı.
Ücret baskısı $\uparrow \rightarrow$ toplam arz \downarrow
- Beklenen enflasyon oranı.
Beklenen enflasyon $\uparrow \rightarrow$ toplam arz \downarrow

8.4 Uzun Dönem AD-AS Modeli

Uzun dönemde AD-AS modelinden bahsederken, tam istihdam seviyesini yani toplam hasılanın doğal ürün düzeyini de göz önünde bulundurmalıyız. Şekil 8.15’de ekonominin uzun dönem dengesinin nasıl olacağını görüyoruz. Uzun dönem denge, kısa dönem toplam arz ve talep eğrileriyle, doğal ürün düzeyinin kesiştiği noktada bulunur.

Ekonominin Kendini Düzeltme Mekanizması

Ekonomi uzun dönemde dengede değilse dengeye nasıl gelir? Klasik iktisatçılar, ekonominin dengeye gelmesi için ’kendini düzeltme mekanizmasından (self-correcting mechanism) söz ederler. Kendini düzeltme mekanizması, toplam hasılanın doğal ürün düzeyinden uzaklaşmasının ücretler üzerindeki etkisi nedeniyle toplam arzın



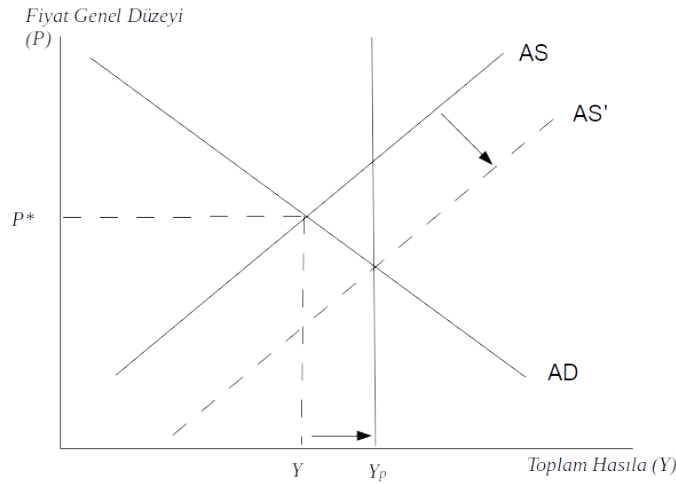
Şekil 8.15: AD-AS çerçevesinde ekonominin uzun dönem dengesi.

değişmesi ve toplam hasılanın tekrar eski düzeyine gelmesidir. Kendini düzeltme mekanizması klasik iktisatçılara göre oldukça hızlı çalışan bir mekanizmadır. Bu nedenle de ekonomi dengeden uzaklaştığında devlet müdahalesine gerek yoktur. Ancak Keynesci görüşe göre kendini düzeltme mekanizması ücretlerdeki katılıktan dolayı çok yavaş işler. Ekonomi her zaman dengeye gelemez, bu nedenle devlet müdahalesine gerek vardır. Aşağıda klasik görüşe göre ekonominin kendini nasıl düzeltebileceği ve dengeye geleceği iki ayrı durum için tartışılmıştır.

Toplam hasıla Doğal Ürün Düzeyinin Altındaysa

Ekonomi kısa dönemde dengedeysen fakat uzun dönemde dengede değilse, AD ve AS doğal ürün düzeyinin altında bir üretim düzeyinde kesişiyorsa ne olur? Toplam hasılanın doğal ürün düzeyinin altında olması, gevşek işgücü piyasası olması anlamına gelir. Gevşek işgücü piyasası işsizlik oranının (U), doğal işsizlik oranından (U_N) çok olması anlamına gelir. Bu durumda, ücretler düşmeye başlar, üretim maliyetleri düştüğü için de toplam arz artar. Şekil 8.16'de görüldüğü gibi toplam arz eğrisi sağa kayar, fiyat genel düzeyi düşer ve toplam hasıla doğal ürün düzeyine ulaşır.

Toplam hasıla Doğal Ürün Düzeyinin Üstündeyse



Şekil 8.16: Ekonominin kendini düzeltme mekanizması.

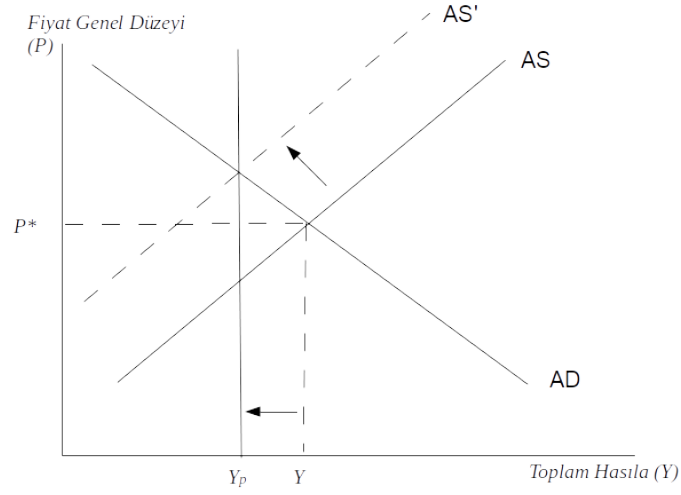
Ekonomi kısa dönemde dengedeysen fakat uzun dönemde dengede değilse, AD ve AS doğal ürün düzeyinin üzerinde bir üretim düzeyinde kesişiyorsa ne olur?

Toplam hasılanın doğal ürün düzeyinin üstünde olması, işgücü piyasasının sıkı olması anlamına gelir. Sıkı işgücü piyasası işsizlik oranının (U), doğal işsizlik oranından (U_N) az olması anlamına gelir. Bu durumda, ücretler artmaya başlar, üretim maliyetleri arttığı için de toplam arz azalır. Şekil 8.17'de görüldüğü gibi toplam arz eğrisi sola kayar, fiyat genel düzeyi artar ve toplam hasıla doğal ürün düzeyine ulaşır.

8.5 Uzun Dönem AD-AS Modeli ve Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği

Ekonomi kısa ve uzun dönemde dengedeysen, genişletici bir maliye politikası veya genişletici bir para politikası uygulanırsa ne olur?

Her iki durumda da toplam talep eğrisi sağa kayar ve fiyat genel düzeyi ile toplam hasıla artar. Toplam hasılanın doğal ürün düzeyinin üzerine çıkması, ücretleri artırır ve toplam arz eğrisi tekrar sola kayar. Sonuçta, şekil 8.18'de görüldüğü gibi



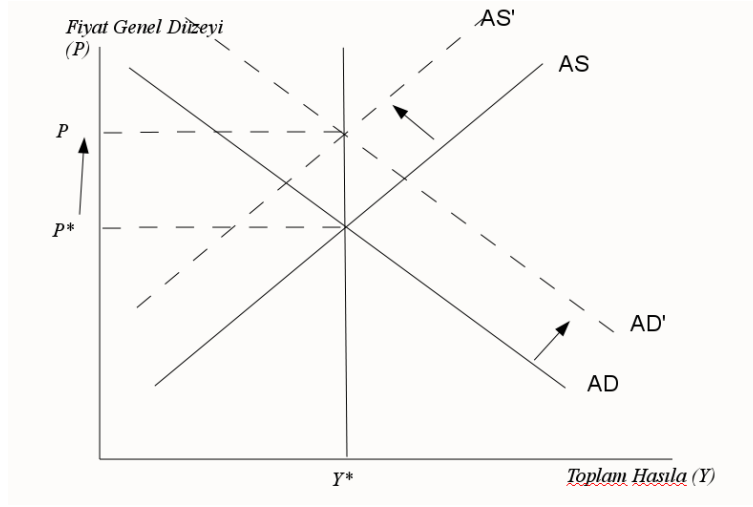
Şekil 8.17: Ekonominin kendini düzeltme mekanizması.

fiyat genel düzeyi artar fakat toplam hasıla değişmez.

genişletici maliye politikası $\rightarrow Y > Y_p, U > U_N \rightarrow$ ücretler $\uparrow \rightarrow$ AS sola kayar

genişletici para politikası $\rightarrow Y > Y_p, U > U_N \rightarrow$ ücretler $\uparrow \rightarrow$ AS sola kayar

Sonuç olarak; uzun dönemde para ve maliye politikaları etkin değildir. Bu sonuca daha önce IS-LM modeliyle de ulaştığımız.



Şekil 8.18: Uzun dönemde para ve maliye politikalarının etkinliği.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009), Bölüm 20, 22

Bölüm 9

Para ve Ekonomik Aktiviteler

Bu bölümde paranın ekonomik aktiviteler üzerindeki etkileri üzerinde duracak ve monetaristlerle (paracı görüş) Keynesçilerin paranın önemi hakkındaki görüşlerini özetleyeceğiz. Bu bağlamda, paranın toplam hasıla üzerindeki etkilerini araştıran ampirik bulgulardan bahsedeceğiz. Son olarak, paranın ekonomik aktiviteleri etkileme kanallarını, bir başka ifadeyle parasal aktarım mekanizmalarını açıklayacağız.

9.1 Para, Ekonomik Aktiviteler, Ampirik Bulgular

9.1.1 Yapısalcı ve İndirgenmiş Modeller

Ekonomide iki tür ampirik bulgudan bahsederiz:

- **Yapısalcı Model:** Yapısalcı modelde ampirik bulgular, bir değişkenin diğerini etkileyip etkilemediğini, bu değişkenler arasındaki etkileşim kanallarını ortaya koyarak açıklar.
- **İndirgenmiş Model:** Bir değişkenin diğerini etkileyip etkilemediğini basitçe bu iki değişken arasındaki ilişkiye bakarak inceler.

Keynesçi yaklaşım, para ve ekonomik aktiviteler arasındaki ilişkiden söz ederken yapısalcı modeli kullanırken, monetaristler indirgenmiş modeli kullanmışlardır.

Keynesci görüşe göre para, ekonomik aktiviteleri şu şekilde etkiler:

Para arzı → faiz → yatırımlar → toplam hasıla

Bu modele göre, para arzının değişmesi faiz oranlarını değiştirerek yatırımları etkileyecek, yatırımlar da toplam hasılayı değiştirecektir.

Monetarist modele göre para, ekonomik aktiviteleri şu şekilde etkiler:

Para arzı → ? → toplam hasıla

Monetaristler paranın ekonomiyi etkileme kanallarından bahsetmemektedirler. Toplam hasıladaki (Y) değişiklikleri incelemek için para arzındaki değişikliklere ve bu iki değişken arasında bir korelasyon olup olmadığına bakmışlardır.

Yapısalci ve İndirgenmiş Modellerin Karşılaştırılması

Yapısalci Modelin Avantaj ve Dezavantajları

- Yapısalci model paranın ekonomik aktiviteleri etkileme kanallarından bahsettiği için yapısalci modeli kullanarak daha fazla bulgu elde edilebilir.
- Para arzındaki değişikliklerin ekonomiyi nasıl etkilediğinin bilinmesi, para arzının toplam hasıla üzerindeki etkilerinin öngörülmesine sebep olur.
- Bu modelin dezavantajlarından biri ise parasal aktarım mekanizmasını çok dar olarak tanımlamasıdır. Para arzının sadece faiz kanalıyla toplam hasılayı etkilediğini söylemesi nedeniyle monetaristler tarafından eleştirilmiştir.

İndirgenmiş Modelin Avantaj ve Dezavantajları

- Bu modelin en önemli avantajlarından biri, paranın ekonomiyi nasıl etkilediği konusunda herhangi bir kanal tanımlamaması, ve böylece paranın ekonomiyi etkilemesi konusunda Keynesci modelin yaptığı gibi kısıt getirmemesidir.
- Bu modelin eleştirilen yanlarından biri, paranın önemini anlamak için para arzı ve toplam hasıla arasındaki korelasyona bakmalarıdır. Korelasyon her

zaman bir nedensellik ilişkisinin varlığını göstermeyeceği için böyle bir analiz her zaman doğru sonuçlar vermeyebilir.

9.1.2 Paranın Önemi İle İlgili Keynesci Bulgular

1950 ve 1960lı yıllarda çalışmalar yapan Keynesçiler, paranın ekonomik aktiviteler üzerinde etkili olmadığını savunmuşlardır. Bunu da o dönemlerde elde ettikleri ampirik bulgulara dayandırmışlardır. Bu ampirik bulgular şunlardır:

- Büyük Buhran dönemindeki nominal faiz oranlarına bakmışlar ve nominal faizlerin çok düşük olduğunu görmüşlerdir. Faizler çok düşük olduğuna göre, bu dönemde genişletici para politikası uygulanmış yani para arzı artırılmıştır. Keynesçilere göre: Gerçekten para arzı toplam hasılayı etkileseydi, bu genişletici politika sonucunda faizler düşecek, yatırımlar ve toplam hasıla artacaktı. Oysa Büyük Buhran sırasında toplam hasıla çok düşmüş ve işsizlik artmıştı. Sonuç olarak, Keynesçiler paranın ekonomik aktiviteler üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını sonucuna ulaşırlar.
- Keynesçiler büyük buhran dönemindeki hazine bonusu faizlerine ve yatırım verilerine bakmışlar. Normalde faizler düştüğünde yatırımların artması beklenirken, büyük buhran döneminde yatırımların düştüğünü görmüşler. Buradan da yatırımları etkileyen en önemli faktörün faiz oranları olmadığını sonucuna ulaşımlardır. Onlara göre kriz döneminde yatırımların düşmesinin nedeni ekonomideki olumsuz beklentilerdir.

Tüm bu ampirik bulgular sonucunda Keynesçilere göre paranın ekonomik aktiviteler üzerinde önemli bir etkisi yoktur.

9.1.3 Paranın Önemi İle İlgili Keynesci Bulgulara Monetaristler Tarafından Yapılan Eleştiriler

Keynesçi iktisatçıların bu görüşlerine karşılık monetaristler farklı ampirik çalışmalar yapmışlar ve Keynesçi iktisatçıların bulgularını eleştirmişlerdir.

- Monetaristler, Büyük Buhran döneminde Keynesçilerin ileri sürdüğü gibi genişletici değil daraltıcı bir para politikası izlendiğini ileri sürmüşlerdir. Buna kanıt olarak da o dönemdeki banka iflaslarını göstermişlerdir.
- Keynesçilerin eleştirildiği bir başka nokta ise hazine bonusu faizlerine bakmalarıdır. Piyasada birçok faiz vardır ve normal zamanlarda bu faizler birlikte hareket eder. Ancak, kriz zamanlarında hazine tahvilleri ile şirket tahvillerinin faizleri çok farklılaşabilir. Monetaristler, hazine tahvilleri yerine şirket tahvillerinin faizine bakmış ve oldukça yüksek olduğunu görmüşlerdir. Bundan yola çıkarak daraltıcı bir para politikası izlendiğini ileri sürmüşlerdir.
- Son olarak, Keynesçilerin yaptıkları çalışmalarda sadece nominal faizleri dikkate almaları da eleştirilmiştir. Büyük buhran döneminde deflasyon olduğu için reel faizler yüksekti¹, yatırımlar bu nedenle düşmüş olabilir şeklinde karşıt görüş belirtmişlerdir.

9.1.4 Paranın Önemi İle İlgili Monetarist Bulgular

Monetaristlerin 1950 ve 1960lı yıllarda yaptıkları ampirik çalışmalar sonucu aşağıdaki bulgulara ulaşmışlardır:

- **Zaman Bulgusu**

Para arzı ve toplam hasıla verilerini inceleyerek, para arzı arttıktan 16 ay sonra toplam hasılanın artmış olduğunu görmüşlerdir. Buradan da paranın ekonomik aktiviteler üzerinde önemli bir rolü olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ancak Keynesçiler, monetaristlerin bu yaklaşımını eleştirerek belki de toplam hasıla arttığı için para arzının artmış olabileceğini ileri sürmüşlerdir. Bu, para arzının içselliği, dışsallığı tartışmaları ile ilgilidir². Monetaristlere göre para arzı dışsaldır, bu nedenle toplam hasıladan etkilenmez, toplam hasılayı etkiler.

¹Burada daha önceki derslerde bahsettiğimiz Fisher denklemini hatırlayın. reel faiz=nominal faiz-enflasyon olarak tanımlamıştık. Bir ekonomide %2 oranında deflasyon olduğunu, nominal faizlerin de %1 olduğunu varsayarsak, reel faizler %3 ($1-(-2)=3$) olarak bulunur.

²Para arzının içselliği ile ilgili tartışmalardan 5. Haftadaki derste bahsetmiştik

- **İstatistiksel Bulgu**

Monetaristler, Keynesçilerin büyük önem verdiği otonom tüketim ve yatırım harcamalarının toplam hasıla üzerindeki etkisini araştırmış ve bir etkisinin olmadığını görmüşlerdir. Diğer taraftan, toplam harcamalardaki dalgalanmaların kaynağının para arzı olduğu sonucuna varmışlardır.

- **Tarihsel Bulgu**

Monetaristler belirli dönemlerdeki para politikalarını incelemiş ve bu politikaların toplam hasıla üzerindeki etkilerine bakmışlardır. Örneğin; Fed 1936-1937 yılında zorunlu karşılık oranını artırdığı zaman para arzı azalmıştır. Bu politikanın izlenmesinden yaklaşık bir sene sonra 1938-1939'da resesyon yaşanmıştır. 1907 yılında banka panikleri yaşandıktan sonra, toplam hasıla azalmıştır.

9.2 Parasal Aktarım Mekanizmaları

Ortodoks (geleneksel) Keynesci modelde parasal aktarım mekanizması faizler ve yatırımlar arasındaki ilişkiyle belirlenmiştir. Ancak, monetaristlerin 1950-60lı yıllarda yaptıkları ampirik çalışmalar sonucunda paranın ekonomiyi başka kanallar yoluyla da etkileyebileceği ortaya çıkmıştır. Bu parasal aktarım mekanizmalarını şu şekilde listeleyebiliriz:

- **Geleneksel Faiz Kanalı**

Geleneksel faiz kanalına göre faizlerin artması yatırımları ve toplam hasılayı düşürür. Yapılan bazı ampirik çalışmalar, faiz oranlarının şirketlerin borçlanma maliyetlerini etkileyerek fabrika ve teçhizat yatırımı kararları üzerinde etkili olduğunu göstermiştir.

para arzı (M) ↑ → faizler ↓ → yatırımlar ↑ → toplam hasıla ↑

- **Döviz Kuru Kanalı**

Para politikasının döviz kuru kanalıyla ekonomiyi etkilemesi özellikle 1990'lardan sonra uygulanan finansal liberalizasyon politikalarıyla ekonomilerin uluslararasılaşması sonucunda büyük önem kazanmıştır. Para arzının artması, faizleri düşürerek ülkeden sermaye çıkışına sebep olur. Bunun sonucunda yerli para değer kaybeder, ihracat artar, toplam hasıla artar.

para arzı (M) ↑ → faizler ↓ → sermaye çıkışı ↑ → ihracat ↑ → toplam hasıla ↑

- **Hisse Senetleri Fiyatları Kanalı**

Para arzının hisse senetleri fiyatları yoluyla ekonomiyi nasıl etkilediğini anlamak için 'Tobin' in q teorisini' açıklamamız gerekir. **Tobin'in q teorisi** hisse senedi fiyatlarıyla yatırım harcamaları arasındaki ilişkiyi açıklayan bir teori-dir. Bu teoriye göre q :

$$q = \frac{\text{Firmaların Piyasa Değeri}}{\text{Sermayenin Yenileme Maliyeti}}$$

Eğer q birden büyükse, firmanın piyasa fiyatı yenileme maliyetine göre yüksektir. Bu durumda, yeni teçhizat almak, yeni fabrikalar açmak firmanın pi-

yasa değerine göre daha ucuzdur. Dolayısıyla yatırımların artması beklenir. Firmalar çok az sayıda hisse senedi çıkararak yeni yatırımlarını finanse edebilirler. q' nun değerinin düşük olması ise yatırımların düşük olması anlamına gelir.

Parasal etki mekanizması nasıl çalışır?

Para arzı arttığında, halk elindeki fazla paranın bir kısmını hisse senetlerine yatırır. Hisse senedi fiyatları ve dolayısıyla q yükselir. Yatırımlar ve toplam hasıla artar.

para arzı (M) \uparrow \rightarrow hisse senedi fiyatları artar \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow yatırımlar \uparrow \rightarrow toplam hasıla \uparrow

- **Dayanıklı Tüketim Malları Harcamaları Kanalı**

Dayanıklı tüketim malları daha çok borçlanarak finanse edildiğinden, faiz oranlarının düşmesi, borçlanma maliyetini azaltarak dayanıklı tüketim malları harcamalarını ve toplam hasılayı artırır.

para arzı (M) \uparrow \rightarrow faiz \downarrow \rightarrow dayanıklı tüketim malları harcamaları \uparrow \rightarrow toplam hasıla \uparrow

- **Servet Kanalı**

Tüketicilerin bilançolarının onların tüketim kararlarını nasıl etkilediği Modigliani tarafından açıklanmıştır. Modigliani, geliştirdiği “yaşam boyu gelir (permanent income hypothesis)” teorisiyle tüketicilerin tüketim harcamalarının sadece bugünkü gelire değil tüketicinin ömür boyu elde edeceği gelire bağlı olduğunu söylemiştir. Tüketicilerin finansal servetlerinin artması, onların daha fazla tüketim harcaması yapması anlamına gelir. Finansal servetin önemli bir kısmının hisse senetlerine yatırıldığını düşünürsek, bu etki kanalını şu şekilde gösteririz:

para arzı (M) \uparrow \rightarrow hisse senedi fiyatı \uparrow \rightarrow servet \uparrow \rightarrow tüketim \uparrow \rightarrow toplam hasıla \uparrow

- **Likidite Kanalı**

Bu kanal, sermaye piyasasının dayanıklı tüketim malları üzerindeki etkisine odaklanır. İlerde finansal sıkıntılarla karşılaşacağını düşünen bir kişi, dayanıklı tüketim malları talebini azaltabilir. Bireyler finansal kıymetlere sahip olursa, bu kıymetleri satarak gerek duydukları nakde sahip olabilirler. Hisse senetleri fiyatları artarsa, bireylerin sahip oldukları finansal kıymetlerin değeri artar ve finansal sıkıntı olasılığı düşer. Böylece, dayanıklı tüketim malları talebi artar.

para arzı (M) \uparrow \rightarrow hisse senedi fiyatı \uparrow \rightarrow finansal kıymetlerin değeri \uparrow \rightarrow finansal sıkıntı olasılığı \downarrow \rightarrow tüketim \uparrow \rightarrow toplam hasıla \uparrow

- **Banka Kredileri Kanalı**

Banka kredileri kanalı özellikle Bernanke'nin çalışmalarıyla son zamanlarda sıkça tartışılmaktadır. Buna göre, genişletici para politikası banka rezervlerini artırarak bankaların daha çok kredi vermelerini sağlar. Artan krediler yatırım harcamalarının finansmanında önemli rol oynar.

para arzı (M) \uparrow \rightarrow mevduatlar \uparrow \rightarrow krediler \uparrow \rightarrow yatırımlar \uparrow \rightarrow toplam hasıla \uparrow

- **Bilanço Kanalı**

Bilanço kanalı, piyasalardaki asimetrik bilgi sorunuyla ilgilidir. Ters seçim sorunu nedeniyle, özsermayesi düşük olan firmaların kredi almaları daha zordur çünkü kredileri için daha az teminat gösterebilirler. Özsermayesi düşük olan firmalar daha az borçlanır, daha az yatırım yapar. Bu da toplam hasılayı azaltır.

Genişletici para politikası hisse senetlerinin fiyatlarını artırır ve firmaların özsermayesi üzerinde olumlu etki yaratır. Bu tür firmaların borçlanmaları da kolaylaşır.

para arzı (M) \uparrow \rightarrow hisse senedi fiyatları \uparrow \rightarrow ters seçim \downarrow \rightarrow krediler \uparrow \rightarrow yatırımlar \uparrow \rightarrow toplam hasıla \uparrow

- **Nakit Akım Kanalı**

Nakit akımı, nakit gelirler ile nakit harcamalar arasındaki farktır. Nakit akımları yüksek olan firmaların borçlanması daha kolaydır. Genişletici para poli-

tikasısı sonucunda faizler düşer, nakit akımları artar ve firmanın borçlanması kolaylaşır.

para arzı (M) \uparrow \rightarrow faiz \downarrow \rightarrow nakit akımı \uparrow \rightarrow ters seçim \downarrow \rightarrow krediler \uparrow \rightarrow yatırımlar \uparrow \rightarrow toplam hasıla \uparrow

9.3 Parasal Aktarım Mekanizmalarının Nasıl Çalıştığı İle İlgili Örnekler

Yukarıda saydığımız parasal aktarım mekanizmaları yoluyla para politikası ekonomiyi değişik açılardan etkiler. Bu kanalların etkileri ülkeden ülkeye, ülkelerin finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyine göre farklılık gösterebilir. Hatta, bir ülkede zaman içinde bazı kanalların giderek daha önemli bir rol oynadığı görülebilir. Örneğin son yıllarda yapılan çalışmalar döviz kuru etkisinin ve banka kredi kanalı etkisinin önemli bir rol oynadığını gösteriyor. Merkez bankaları, para politikalarını oluştururken bu aktarım kanallarını bir arada düşünmek durumundadır. Parasal aktarım mekanizmalarının ekonomiyi nasıl etkilediğiyle ilgili olarak iki örnek verelim:

1) Japonya’da 1986-1990 yılları arasında süren bir resesyon yaşandı. Bu resesyonun uzun sürme sebepleri arasında Japonya merkez bankasının parasal aktarım mekanizmalarını yeterince dikkate almadığı öne sürüldü. Resesyondan çıkmak için merkez bankası para arzını artırdı, faizler neredeyse yüzde sıfıra kadar düştü. Faizlerdeki bu büyük düşüşe rağmen yatırımlarda bir artış olmaması, merkez bankasının yeterince genişletici bir para politikası izlememekle suçlanmasına neden oldu. Merkez bankası zaten yüzde sıfıra yakın olan faizleri göstererek yeterince genişletici bir para politikası izlediğini, faizleri daha fazla düşüremeyeceğini iddia etti. Bu noktada Japonya merkez bankasına yöneltilen iki eleştiri var: Birincisi, merkez bankasının reel değil nominal faizlere bakması, ikincisi ise sadece geleneksel faiz kanalına odaklanması. Oysa Japonya’da para politikası ekonomiyi başka şekillerle de etkilemekteydi. Japonya’da o sırada hisse senedi fiyatları düşüyordu. Hisse senetleri fiyatlarındaki bu düşüş bile yeterince genişletici bir para politikası izlenmediğinin bir göstergesiydi. Japonya’daki bu resesyondan sonra, kısa dönem faizler sıfır olsa bile daha genişletici bir para politikası uygulandığında ekonominin canlanma

olasılığının olduğu tartışılmaya başlandı.

2) 2007 yılında mortgage krizi çıktıktan sonra FED para arzını arttırdı, yani faizleri düşürdü. Buna rağmen yatırımlar artmadı. Çünkü kriz sırasında geleneksel faiz kanalı yeterince çalışmadı. Düşük faiz oranlarına rağmen, beklentilerin iyimser olmaması nedeniyle yatırımlar artmadı. Bu kriz döneminde beklentiler kanalının yanısıra bilanço kanalı da önemli rol oynadı. Firmalar, bilançolarının bozulması nedeniyle borçlanma imkanı bulamadılar ve yatırımlarını artıramadılar.

Bu iki örnek para politikası izlenirken, bütün parasal etki mekanizmalarına dikkat edilmesi gerektiğini gösteriyor.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009), Bölüm 23.
- Aslan (2009), s.585-603.
- Parasız (2005), s.537-548

Bölüm 10

Para ve Enflasyon

Bu bölümde, para arzı ve enflasyon arasındaki ilişki incelenecektir. Öncelikle enflasyonun tanımı, hesaplanması ve enflasyonun maliyetleri konularından bahsedecek, sonra da monetarist ve Keynesci iktisatçıların enflasyon görüşlerini açıklayacağız.

10.1 Enflasyon: Tanımı, Ölçülmesi, Maliyeti

Enflasyon, fiyat genel düzeyindeki sürekli artıştır. Fiyat genel düzeyindeki hızlı yükselişler ise **hiper enflasyon** olarak adlandırılır. Fiyat genel düzeyindeki sürekli azalmalara ise **deflasyon** denir. Deflasyon da enflasyon gibi ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yaratır. Deflasyonist bir ekonomide, fiyatların sürekli düşmesi nedeniyle, fiyatların daha da düşeceğini bekleyen bireyler harcamalarını ileriki dönemlere ertelerler veya harcama yapmak istemezler. Bu durumda, talep yetersizliği üretimin azalmasına neden olur. Ekonomide durgunluk ortaya çıkar. Ekonomilerde mal ve hizmetlerin fiyatları sürekli değişiklik gösterir. Ancak fiyatların genelde artış eğilimi göstermesi, enflasyonu önemli bir olgu haline getirmiştir.

10.1.1 Enflasyonun Ölçülmesi

Bir ekonomide enflasyondan söz edebilmek için genel fiyat düzeyinin yani bütün mal ve hizmetlerin fiyatının ağırlıklı ortalamasının sürekli değişiyor olması gere-

kir. Bütün mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişmeyi ölçmek için çeşitli endeksler kullanırız. Bu endekslerin değerindeki artış veya azalışa göre enflasyon oranlarını hesaplarız. Enflasyonu hesaplamak için en çok kullanılan üç endeks zımni GSMH Deflatörü, üretici fiyat endeksi ve tüketici fiyat endeksidir.

a) Zımni GSMH Deflatörü

Ülkedeki tüm malların fiyatlarındaki değişmeleri ölçmek için kullanılır.

$$\text{Zımni GSMH Deflatörü} = \frac{\text{Cari Fiyatla GSMH}}{\text{Sabit Fiyatla GSMH}} \times 100$$

Fiyat genel düzeyinin değerini iki dönem için bu şekilde hesapladıktan sonra, fiyat genel düzeyindeki değişikliği hesaplayarak enflasyon oranını şu şekilde bulabiliriz:

$$\text{Enflasyon Oranı} = \frac{\text{İkinci yıldaki GSMH Deflatörü} - \text{Birinci yıldaki GSMH Deflatörü}}{\text{Birinci yıldaki GSMH Deflatörü}} \times 100$$

b) Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE)

ÜFE, toptan fiyatlardaki değişmeleri ölçer. ÜFE'nin artış eğiliminde olması, firmaların üretim maliyetlerinin arttığını ve bu artışın ilerleyen dönemlerde tüketici fiyatlarına da yansıtacağını göstermesi bakımından önemlidir.

b) Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE)

Enflasyonu ölçmek için en çok kullanılan endeks, tüketicilerin satın aldıkları mal ve hizmetlerin perakende fiyatlarındaki değişmeleri ölçen TÜFE'dir. TÜFE'nin hesaplanması için öncelikle tüketicilerin satın aldıkları mal ve hizmetlerden oluşan bir tüketici sepeti oluşturulması gerekir. Ülkemizde TUİK, bu tüketici sepetini belirler. Bu sepete hangi mal ve hizmetlerin dahil edileceği belirlendikten sonra TÜFE aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{TÜFE} = \frac{\text{Tüketici sepetinin cari yıldaki değeri}}{\text{Tüketici sepetinin taban yıldaki değeri}} \times 100$$

TÜFE hesaplandıktan sonra, iki dönem arasında fiyat genel düzeyinin nasıl değiştiği, yani enflasyon oranı şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Enflasyon Oranı} = \frac{\text{İkinci yıldaki TÜFE} - \text{Birinci yıldaki TÜFE}}{\text{Birinci yıldaki TÜFE}} \times 100$$

10.1.2 Enflasyonun Maliyetleri

Enflasyon, toplum ve ekonomiye önemli maliyetler yüklemektedir. Genelde beklenen enflasyonun maliyetlerinin daha az olduğu tartışılrsa da hem beklenen hem de beklenmeyen enflasyonun önemli maliyetleri söz konusudur.

Enflasyonun Maliyetleri

- Enflasyon vergisi: Enflasyon vergisi, genişletici para politikasının elinde nakit bulunduranlar üzerindeki negatif etkisidir. İktisadi birimlerin nominal geliri değişmese bile enflasyondan dolayı reel olarak gelir azalır. Gelir azaldığı için bireyler daha az tüketirler ve daha az para tutarlar.
- İktisadi birimler enflasyonist ortamda nakit bulundurmamak istemezler. Bu nedenle sık sık bankaya giderek finansal işlemler gerçekleştirmeleri gerekir. Bu işlemlerin de bir maliyeti vardır. Bankaya gidip gelmek için harcanan süre, bankada çeşitli işlemler için ödenen ücret ve komisyonlar bunlardan bazılarıdır.
- Menü Maliyetleri: Fiyatlar sürekli değiştiği için, fiyat etiketlerinin ve fiyat listelerinin sürekli değiştirilmesi menü maliyeti olarak adlandırılır.
- Enflasyonun Reel Vergi Gelirlerini Düşürmesi: Enflasyon reel vergi gelirlerini düşürerek bütçe açığını artırır. Diyelim ki, bütçe açığını finanse etmek için merkez bankası para arzını artırsın. Para arzındaki bu artış enflasyona sebep

olacak, enflasyon vergilerin reel gelirlerini düşürecek ve bu nedenle bütçe açığı daha da artacaktır. Buna literatürde Olivera-Tanzi etkisi denir.

Yukarıda saydığımız bu maliyetler hem beklenen hem de beklenmeyen enflasyonun maliyetleridir. Ancak, beklenmeyen enflasyonun bunlara ek olarak başka maliyetleri de vardır. Beklenen enflasyon, iktisadi birimlerin önceden bilerek bekleyişlerine dahil ettikleri, iktisadi işlemlerini buna göre gerçekleştirdikleri enflasyondur. Örneğin, merkez bankası önümüzdeki sene para arzını %10 artıracığını söylemişse, iktisadi birimler bu açıklamaya göre enflasyonun %10 olacağını düşünerek borç alma ve verme işlemlerinde bu orana göre faiz belirlerler. Fakat enflasyonun önceden tahmin edilemediği durumda, yani beklenmeyen enflasyon durumunda, iktisadi birimler borç alma ve borç verme işlemlerinde faiz oranlarını belirlerken zarara uğrayabilirler. Beklenmeyen enflasyonun maliyetleri:

- Bölüşüm etkileri:

İktisadi birimler beklenen enflasyon oranına dayanarak uzun vadeli kredi anlaşmaları gerçekleştirirlerse, enflasyon oranının beklenen enflasyon oranından farklı gerçekleşmesi sonucunda bölüşüm etkileri ortaya çıkar. Enflasyon beklenen oranın üzerindeyse, borçlu avantajlı, borç veren ise dezavantajlı konumda olacaktır. Enflasyonun beklenenden az olması ise borçlunun dezavantajlı, alacaklının avantajlı olduğu bir durum ortaya çıkaracaktır. Örneğin, beklenen enflasyon oranı %10 iken bir kişiye %15 nominal faizle borç verdiğinizizi düşünün. Bu durumda, enflasyonun %10 olacağı beklentisiyle %5' lik bir reel kazanç bekliyorsunuz (Fisher denklemine göre reel faiz=nominal faiz-beklenen enflasyon=15-5=5). Fakat enflasyon beklenenin üzerinde, %12 olarak gerçekleşirse, reel faiz kazancınız %3 olacaktır. Bu durumda borç veren kişi olarak dezavantajlı olursunuz.

- Kaynak tahsisi üzerindeki olumsuz etkileri:

Enflasyon, ekonomide kaynak tahsisini bozmaktadır. Toplumda bazı kesimlerin gelirleri enflasyona endeksliken bazı kesimlerinki değildir. Örneğin, memurların veya bazı büyük şirket çalışanlarının maaşları enflasyona endeksli değildir. Fakat, bir çok işçinin ve emeklinin maaşı enflasyona endeksli değildir. Bu durumda, geliri enflasyona endeksli olanların kaybı daha az olacaktır.

- Enflasyon, ekonomide belirsizliğe sebep olarak yatırımları azaltır.

10.2 Para ve Enflasyon İlişkisi

Hem monetarist hem de Keynesci iktisatçılar, uzun dönemde enflasyonun sebebinin para arzının artırılması olduğunu kabul ederler. Ancak, Keynesci iktisatçılar kısa dönemde enflasyonun para arzı dışındaki faktörlerden de kaynaklanabileceğini söylerler. Monetarist iktisatçılara göre enflasyonun temel nedeni para arzı artışlarıdır. Bu görüşlerini ispatlamak için bazı tarihsel enflasyon vakalarını inceleyerek para arzı ve enflasyon arasındaki ilişkiye bakmışlardır. Bunlardan biri Almanya’da I. Dünya Savaşı’ndan sonra yaşanan hiperenflasyondur. Almanya’da 1921-1923 yılları arasında, savaş sonrası harcamalardan kaynaklanan bütçe açığını finanse edebilmek amacıyla para arzı sürekli olarak artırılmış, bu da hiperenflasyona sebep olmuştur. Ocak 1923-Kasım 1923 arasındaki 10 aylık dönemde fiyat endeksi yaklaşık olarak 270 milyon kat artmıştır. Monetaristler buna dayanarak bu hiperenflasyonun sebebinin para arzı artışı olduğunu söylemişlerdir. Friedman ve diğer monetaristlere göre ‘enflasyon her zaman parasal bir olgudur’.

10.2.1 Enflasyonun Sebepleri

Monetaristlere göre enflasyonun sadece parasal bir olgu olduğunu söylemiştik. Şimdi monetaristlerin bu düşüncelerinin arkasında yatan sebepleri inceleyelim.

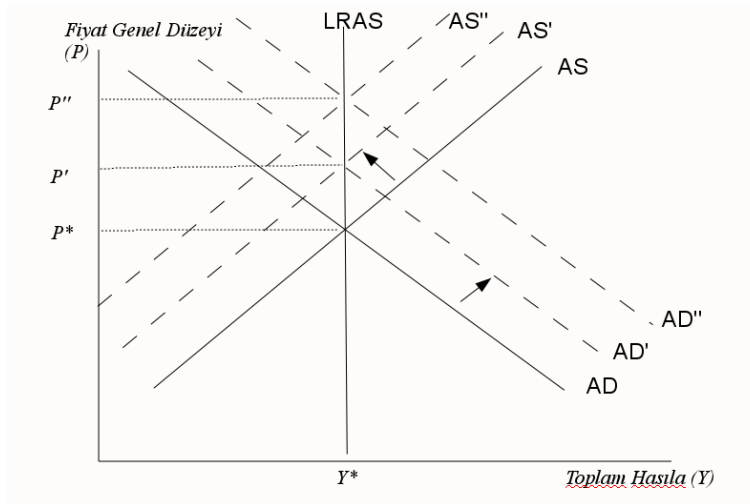
1- Genişletici Para Politikası Enflasyona Sebep Olur mu?

Şekil 10.1’de genişletici para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi gösterilmektedir. Ekonomi kısa ve uzun dönemde dengedeysen, AD ve AS eğrilerinin LRAS (uzun dönem arz eğrisi) ile kesiştiği noktada, merkez bankasının para arzını artırdığını varsayalım. Para arzının artması toplam talebi artırarak toplam talep eğrisi AD’yi sağa kaydırır. AD’nin sağa kayması sonucunda toplam hasırlar artar ve doğal ürün düzeyinin üzerine çıkar. Bu ekonomik genişleme sıkı işgücü piyasasına neden olur. İşsizlik azalır, ücretler artar. Ücretlerin artması üretim maliyetlerini artırdığı için toplam arz düşer, AS eğrisi sola kayar. Yeni toplam talep eğrisi AD’ ile yeni toplam arz eğrisinin AS’ kesiştiği noktada fiyat genel düzeyi daha yüksektir. Merkez bankası para arzını artırmaya devam ettikçe, toplam talep eğrisi sağa, top-

lam arz eğrisi de sola kaymaya devam edecek ve fiyat genel düzeyi yükselecektir. Bu durumda, para arzındaki sürekli artışlar enflasyona sebep olur. Burada önemli olan nokta, para arzının sadece bir kere değil, sürekli olarak artırılması gerektiğidir çünkü enflasyondan bahsedebilmemiz için fiyat genel düzeyinin sürekli artması gerekir.

para arzı $\uparrow \rightarrow$ toplam talep $\uparrow \rightarrow$ AD sağa kayar $\rightarrow Y > Y^*$, $U < U_N$ (sıkı işgücü piyasası) \rightarrow ücretler $\uparrow \rightarrow$ toplam arz $\downarrow \rightarrow$ AS sola kayar \Rightarrow toplam hasıla \downarrow , fiyat genel düzeyi (P) \uparrow

Sonuç: Genişletici para politikası enflasyona sebep olur.



Şekil 10.1: Genişletici para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi.

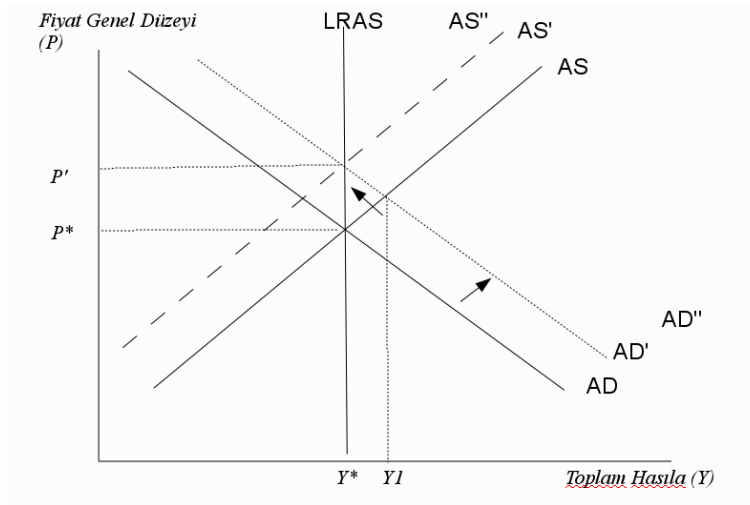
2- Genişletici Maliye Politikası Enflasyona Sebep Olur mu?

Genişletici bir maliye politikası uygulanırsa, yani kamu harcamaları artırılır veya vergiler azaltılırsa, toplam talep artar ve toplam talep eğrisi AD sağa kayar. AD'nin sağa kayması sonucunda toplam hasıllar artar ve doğal ürün düzeyinin üzerine çıkar. Bu ekonomik genişleme sıkı işgücü piyasasına neden olur. İşsizlik azalır, ücretler artar. Ücretlerin artması üretim maliyetlerini düşürdüğü için toplam arz düşer, AS eğrisi sola kayar. Yeni toplam talep eğrisi AD' ile yeni toplam arz eğrisinin AS' ke-

siştiği noktada fiyat genel düzeyi daha yüksektir. Bu mekanizma şekil 10.2’de gösterilmektedir. Ancak, daha önce de söylediğimiz gibi enflasyondan bahsedebilmek için genel fiyat düzeyindeki artışın sürekli olması gerekir. Bu da burada uygulanan genişletici maliye politikasının sürekli olması anlamına gelir. Kamu harcamalarındaki artış veya vergilerdeki düşüş sürekli ise fiyat düzeyindeki artış ve enflasyon da devamlı olur. Genişletici maliye politikasının sadece bir kez uygulanması, fiyat genel düzeyini sadece bir kere artırır. Fiyat düzeyi bir daha artmazsa enflasyon meydana gelmez. Genişletici maliye politikası sürekli olarak uygulanabilir mi? Uygulanamaz çünkü kamu harcamaları sürekli artırılamaz veya vergiler sürekli düşürülemez. Genişletici maliye politikasının bütçe açığı üzerindeki olumsuz etkilerinin yanında böyle bir uygulamanın siyasi tepkileri de olabilir.

kamu harcamaları $\uparrow \rightarrow$ toplam talep $\uparrow \rightarrow$ AD sağa kayar $\rightarrow Y > Y^*, U < U_N$ (sıkı işgücü piyasası) \rightarrow ücretler $\uparrow \rightarrow$ toplam arz $\downarrow \rightarrow$ AS sola kayar \Rightarrow toplam hasıla (Y) \downarrow , fiyat genel düzeyi (P) \uparrow

Sonuç: Tek başına genişletici bir maliye politikasıyla sürekli yüksek enflasyon meydana getirilemez.



Şekil 10.2: Kamu harcamalarının bir kere artırılması, enflasyona sebep olmaz.

10.3 Enflasyonist Politikaların Sebepleri

Yukarıda enflasyonun sebebinin para arzının sürekli artırılması olduğunu gördük. Para arzı artışının enflasyona sebep olduğu biliniyorsa, merkez bankaları neden para arzını artırmaya devam ederler. Bir başka ifadeyle, uygulanan enflasyonist politikaların sebepleri nelerdir? Merkez bankaları üç sebepten dolayı enflasyonist politika izlerler:

- Yüksek istihdam hedefini gerçekleştirmek için.
- Bütçe açığını finanse etmek için.
- Senyoraj geliri elde etmek için.

10.3.1 Yüksek İstihdam Hedefi ve Enflasyon

1- Arz Enflasyonu

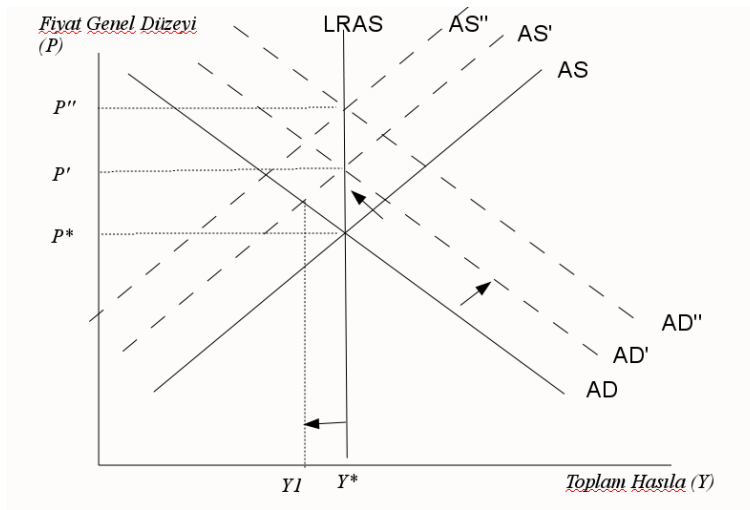
Yüksek istihdamın hedeflenmesi ve bunun duyurulması durumunda iktisadi birimlerin ücret baskısı gerçekleştirmeleri, yani ücretlerine artış istemeleri sonucunda enflasyon gerçekleşir mi? Şimdi bu soruya Keynesci görüşe dayanarak cevap arayacağız.

Ekonomi kısa ve uzun dönem dengedeysen, işçilerin ücret baskısı üretim maliyetlerini artırarak toplam arzı düşürür ve toplam arz eğrisini (AS) sola kaydırır. Toplam hasıla azalır ve doğal ürün düzeyinin altına iner. İşsizlik artar ve doğal işsizlik oranının üstüne çıkar. Yüksek istihdam hedeflendiğinden, genişletici bir politika ile ekonominin tekrar tam istihdam düzeyine getirilmesi gerekir. Genişletici maliye politikasının sürekli olarak devam ettirilemeyeceğini düşündüğümüz için burada genişletici bir para politikası izlendiğini varsayalım. Genişletici para politikası sonucunda toplam talep artar, toplam talep eğrisi sağa kayar ve toplam hasıla doğal ürün düzeyine ulaşır. Ancak, bunun maliyeti artan fiyat genel düzeyidir. İşçilerin ücret baskısı enflasyona sebep olur mu? Eğer işçiler yüksek istihdam hedefi olduğunu, dolayısıyla toplam hasıla tam istihdam düzeyinin altına düştüğünde genişletici bir politika izleneceğini bekliyorsa, tekrar ücret baskısında bulunacaklar ve yukarıdaki

süreç tekrar devreye girecektir. Bunun sonucunda toplam hasıla tam istihdam seviyesine çekilecek ancak enflasyon meydana gelecektir. Bu süreç Şekil 10.3'de gösterilmektedir¹

ücret baskısı $\uparrow \rightarrow$ toplam arz $\downarrow \rightarrow$ AS sola kayar $\rightarrow Y < Y^*, U > U_N \rightarrow$ para arzı $\uparrow \rightarrow$ toplam talep $\uparrow \rightarrow$ AD sağa kayar \Rightarrow toplam hasıla (Y) \uparrow , fiyat genel düzeyi (P) \uparrow

Sonuç: Tek başına ücret baskısı sürekli yüksek enflasyona neden olmaz. Bunun yüksek istihdam hedefi ve genişletici para politikasıyla birlikte olması gerekir.



Şekil 10.3: Yüksek istihdam hedefi ve enflasyon.

2- Talep Enflasyonu

İşçilerin ücret baskısı olmasa bile ekonomiyi canlandırıp, işsizliği daha da azaltmak için genişletici politikalar izlenebilir. Bu durumda sürekli olarak genişletici bir para

¹Monetaristlere göre, toplam hasıla ücret baskısından dolayı tam istihdam düzeyinin altına düştüğü durumda genişletici bir politika izlenmesine gerek yoktur. Bu durumda, daha önceki bölümde bahsettiğimiz ekonominin kendini düzeltme mekanizması devreye girecek ve toplam arz eğrisi tekrar sola kayacak ve toplam hasılayı eski düzeyine getirecektir. Böylece, enflasyon meydana gelmeyecektir. Bu konu bölüm 1.5'te aktivist ve aktivist olmayan politikalar anlatılırken ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

politikası izleniyorsa, enflasyona sebep olur. Burada süreç monetaristlere göre şekil 10.1’de olduğu gibi işleyecektir. Genişletici para politikası sonucunda toplam talep artar, toplam talep eğrisi sağa kayar ve toplam hasıla doğal ürün düzeyinin üstüne çıkar. Ücretler artmaya başlar, toplam arz düşer ve toplam arz eğrisi sola kayar.

10.3.2 Bütçe Açığı ve Enflasyon

Enflasyonist politikaların en önemli sebeplerinden biri, bütçe açıklarını finanse etmek için merkez bankasının para basmasıdır. Burada da süreç daha önceki bölümlerde anlatıldığı şekliyle işler. Şekil 10.1’de bütçe açığını finanse etmek için uygulanan genişletici para politikasının enflasyona sebep olduğu görülmektedir.

bütçe açığı \uparrow \rightarrow para arzı \uparrow \rightarrow toplam talep \uparrow \rightarrow AD sağa kayar $\rightarrow Y > Y^*$,
 $U < U_N$ (sıkı işgücü piyasası) \rightarrow ücretler \uparrow \rightarrow toplam arz \downarrow \rightarrow AS sola kayar \Rightarrow
 toplam hasıla (Y) \downarrow , fiyat genel düzeyi (P) \uparrow

Sonuç: Bütçe açığının bir defaya mahsus olarak para basılarak finanse edilmesi enflasyona neden olmaz. Bütçe açığı sürekliyse ve sürekli olarak para basılarak finanse ediliyorsa enflasyona sebep olur.

Bütçe açığı tahvil ihraç ederek telafi ediliyorsa enflasyona sebep olur mu?

Amerika son yıllarda giderek artan bir bütçe açığı sorunuyla karşı karşıya. Bütçe açığı, büyük ölçüde tahvil ihracı yoluyla finanse ediliyor (yani hazine tahvil satarak borçlanmış oluyor). Konuyla ilgili son dönemlerdeki tartışmalar bütçe açığının para basarak değil de tahvil ihracını artırarak finanse edilmesinin enflasyona neden olup olmayacağı üzerinde odaklanmış durumda.

Bir görüşe göre bütçe açığının tahvil arzıyla finanse edilmesi enflasyon yaratabilir. Tahvil arzının artması tahvil fiyatlarını düşürür ve faizler artar. Merkez bankasının faiz hedefi olduğu için artan faizleri tekrar eski düzeyine getirmek için para arzını artırır. Bu süreç birkaç kere tekrarladığı takdirde enflasyon meydana gelir.

bütçe açığı \uparrow \rightarrow tahvil arzı \uparrow \rightarrow tahvil fiyatı \downarrow \rightarrow faiz \uparrow \rightarrow para arzı \uparrow \rightarrow (faiz

hedefini gerçekleştirmek için)

Bir başka görüşe göre ise bütçe açığının tahvil ihracıyla finanse edilmesi enflasyon yaratmaz. Bu görüşü ortaya atan Ricardo ve Barro'dur. Bu analize göre, tahvil arzının artması tahvil fiyatını düşürür, faizini artırır. İktisadi birimler, hazinenin artan borçlarının ileride vergilerin artırılarak finanse edileceğini düşündükleri için tahvil taleplerini artırır. Yani bugünden yatırım yaparak ilerleyen dönemlerde artan vergileri kolayca ödeyebilmek isterler. Bu durumda tahvil arzıyla birlikte tahvil talebi de artar ve faizler etkilenmez. Faizler etkilenmediği için de merkez bankasının para arzını artırmasına gerek kalmaz ve enflasyon meydana gelmez.

10.3.3 Senyoraj Geliri ve Enflasyon

Parasal genişlemenin nedenlerinden biri de senyoraj geliri elde etmektir. Senyoraj, para üretmenin maliyeti ile paranın üzerinde yazan değer arasındaki farktır. Devletin para basma hakkını kullanarak satın almış olduğu mal ve hizmetlere senyoraj geliri denir. Senyoraj geliri şu şekilde tanımlanmaktadır:

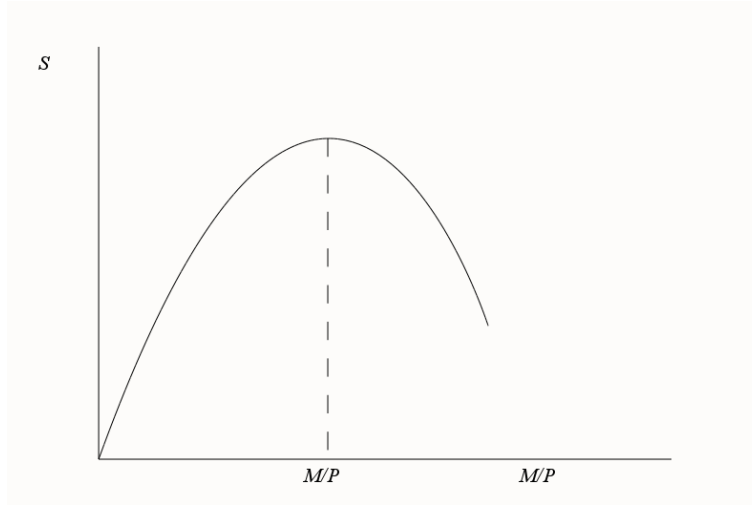
$$S = \frac{\Delta M}{M} \cdot \frac{M}{P}$$

burada $\frac{\Delta M}{M}$ parasal büyüme oranı, $\frac{M}{P}$ para tabanının reel miktarını gösterir. Parasal büyüme ve senyoraj geliri arasındaki ilişkiyi şekil 1.4 ile açıklayabiliriz:

Grafikten de anlaşılacağı gibi, parasal büyüme oranı arttıkça senyoraj gelirleri de artar. Fakat, senyoraj gelirlerindeki bu artış sürekli değildir. Belli bir miktara kadar artar ve sonra azalmaya başlar. Bunun sebebi; parasal büyümenin enflasyona sebep olması ve reel para talebini ($\frac{M}{P}$) düşürmesidir.

Olivera Tanzi Etkisi ve Hiperenflasyon

Enflasyonun reel vergi gelirleri üzerindeki etkisini Olivera Tanzi etkisiyle açıklayabiliriz. Merkez bankası, bütçe açığını finanse etmek için para arzını artırdığında, enflasyon artar ve toplanan vergi gelirlerinin reel değeri düşer. Sonuç olarak, bütçe açığı daha da artar ve daha genişletici bir para politikası izlenmesi gerekir.



Şekil 10.4: Parasal büyüme ve senyoraj geliri

bütçe açığı \uparrow \rightarrow senyoraj ihtiyacı \uparrow \rightarrow para arzı \uparrow \rightarrow enflasyon \uparrow \rightarrow reel vergi gelirleri \downarrow \rightarrow bütçe açığı \uparrow \rightarrow para arzı \uparrow \rightarrow

Olivera Tanzi etkisi bir çok ülkede yaşanan hiperenflasyon sorununun sebeplerinden biri olarak görülmektedir. Aslında, kamuda mali disiplin ile enflasyon arasında önemli bir ilişki vardır. Enflasyonla mücadelede her şeyden önce kamuda mali disiplinin sağlanması çok önemlidir. Aksi takdirde, kendi kendini besleyen bir enflasyon süreci ortaya çıkar.

10.4 Türkiye’de Enflasyon

Türkiye’de enflasyon oranlarına baktığımız zaman, kısa dönemli düşüşler haricinde enflasyonun 2001 yılına kadar sürekli artış eğiliminde olduğunu görüyoruz. En yüksek enflasyon 1979-1980 yıllarında yaklaşık %138 düzeyinde gerçekleşmiştir. Daha sonraki en yüksek değer Ocak 1985’te %131 dir. 2001 yılında enflasyon hedefleme stratejisine geçilmesiyle birlikte enflasyon düşmeye başlamış ve 2004 yılından itibaren tek haneli enflasyon rakamlarına ulaşılmıştır.

10.5 Aktivist Politikalar, Aktivist Olmayan Politikalar ve Enflasyon

Enflasyonist politikaların nedenlerini daha iyi açıklayabilmek için aktivist politikalar ile aktivist olmayan politikaların enflasyonla ilişkisine bakmamız gerekir.

Aktivist politikalar (müdaheleci) Keynesçiler tarafından benimsenen politikalar-
dır. Keynesçi görüş, ekonominin kendiliğinden dengeye gelemeyeceğini ileri sür-
düğü için aktivist politikalarla toplam hasılanın denge düzeyine getirilebileceğine
inanırlar. Monetaristler ise aktivist olmayan (müdaheleci olmayan) bir görüş be-
nimsemişlerdir.

Aktivist olmayanlara göre arz şoku enflasyon yaratır mı?

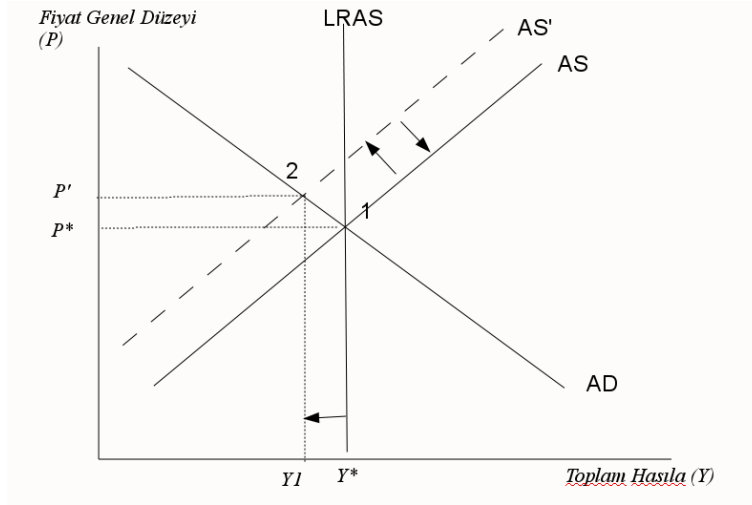
Şekil 10.5’de monetaristlere göre arz şokunun toplam hasıla üzerindeki etkisini gö-
rürüz. Ekonomide bir arz şoku yaşanması durumunda toplam arz eğrisi sola kayar
ve yeni denge 2 noktasında oluşur. Bu noktada, toplam hasıla azalır, fiyat genel dü-
zeyi artar. Aktivist olmayan iktisatçılara göre, toplam hasılanın tekrar tam istihdam
düzeyine gelmesi için herhangi bir müdaheleye gerek yoktur. Burada, ekonominin
kendini düzeltme mekanizması devreye girer. Toplam hasıla doğal ürün düzeyinin
üzerinde altında olduğu için işsizlik artar, ücretler azalır, toplam arz artar ve toplam
arz eğrisi (AS) sağa kayarak ekonominin dengeye ulaşmasına yardımcı olur.

arz şoku $\uparrow \rightarrow$ toplam arz $\downarrow \rightarrow$ AS sola kayar $\rightarrow Y < Y^*, U > U_N \rightarrow$ ücretler \uparrow
 \rightarrow toplam arz $\downarrow \rightarrow$ AS sağa kayar \Rightarrow toplam hasıla (Y) \uparrow , fiyat genel düzeyi (P) \uparrow

Sonuç: Aktivist olmayanlara (monetaristler) göre arz şoku enflasyona sebep ol-
maz.

Aktivistlere göre arz şoku enflasyon yaratır mı?

Aktivistler ise arz şokundan sonra toplam hasılanın tekrar eski düzeyine gelmesi
için genişletici bir politika izlenmesi gerektiğini öne sürerler. Monetaristlerin ileri
sürdüğü ekonominin kendini düzeltme mekanizmasının çalışması için ücretlerin de-



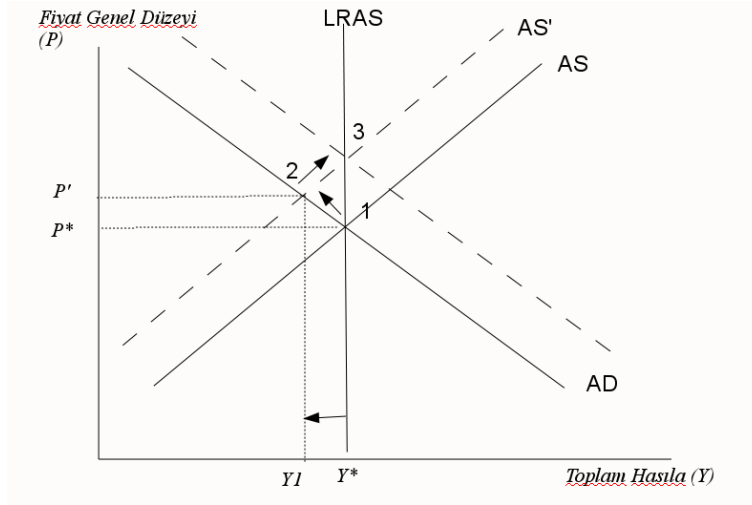
Şekil 10.5: Aktivist olmayan politikalar ve arz şokları.

ğişmesi gerekir. Fakat Keynesçiler ücretlerin yapışkan olduğunu, kısa sürede değişmeyeceğini düşünürler. Bu nedenle de genişletici bir politikayla müdahale edilmesi gerektiğini söylerler.

Aktivistlere göre, ekonomi 2 noktasındayken, genişletici bir politika ile toplam talep artırılır, toplam talep eğrisi (AD) sağa kayar ve ekonomi 3 noktasında dengeye gelir. Denge noktasında toplam hasıla eski düzeyine döner ve fiyat genel düzeyi artar. Şekilde de görüldüğü gibi bir kereye mahsus genişletici politika izlenmesi enflasyona sebep olmaz. Eğer bu arz şoku tekrarlanırsa ve genişletici para politikası tekrarlanırsa enflasyon meydana gelir.

arz şoku \uparrow \rightarrow toplam arz \downarrow \rightarrow AS sola kayar \rightarrow genişletici politika \uparrow \rightarrow toplam talep \uparrow \rightarrow AD sağa kayar \Rightarrow toplam hasıla (Y) \uparrow , fiyat genel düzeyi (P) \uparrow

Sonuç: Aktivistlere (Keynesçi) göre bir kerelik arz şoku enflasyona sebep olmaz. Arz şoku tekrarlanırsa ve genişletici para politikası uygulanırsa enflasyon gerçekleşir.



Şekil 10.6: Aktivist politikalar ve arz şokları.

Aktivist Olmayanlara Göre Ekonomiye Neden Müdahale Edilmemeli?

Monetaristlere göre ekonomiye müdahale edilmemelidir çünkü müdahaleci politikalarla ilgili bazı sorunlar vardır. Bunlar:

- Veri gecikmeleri.
- Verinin Tanımlanması : Genişletici politika uygulanacaksa öncelikle resesyona olduğu bilinmelidir. Veri toplansa bile tanımlanması zaman alabiliyor.
- Yasama Gecikmesi : Maliye politikasıyla ilgili bütçe kanununun değişiklik görüşmelerinin senede bir defa yapılması gibi yasama gecikmesi problemleri ortaya çıkabilmektedir.
- Uygulama Gecikmeleri: Genişletici politikaların uygulanması zaman alabilir. Özellikle maliye politikasının uygulanması çok daha fazla zaman alır.
- Genişletici politikaların etkilerinin ortaya çıkması zaman alabilir. (Maliye politikası daha çabuk etki gösterir. Çünkü para politikasının etkilemesi gereken çok fazla kanal var. –yatırım kanalı vb. gibi-)

Aktivist olmayanlara göre; arz şoku sonrasında ekonomiye bir müdahalede bulunulursa, bu genişletici politikanın etkisi toplam arz eğrisi tekrar sağa kaydıktan, yani ekonomi dengeye geldikten sonra ortaya çıkacaktır. Böylece, genişletici para politikası ile birlikte ekonomide sürekli bir dalgalanma, yani istikrarsızlık yaratılır. Aktivist politikalar sonucunda toplam hasılda meydana gelecek dalgalanmalar şekil 10.7’de görülmektedir. Arz şokundan sonra ekonomi 2 noktasına gelmiştir. Keynesçilere göre bu noktada genişletici politika ile toplam talep artırılmalı ve toplam hasıla doğal ürün düzeyine ulaşmalıdır. Yeni denge 3 noktasında gerçekleşecektir. Fakat aktivist olmayanlara göre, bu genişletici politikanın etkisi görülene kadar ekonomide kendini düzeltme mekanizması devreye girecektir. Uygulanan genişletici politika bu noktada toplam talebi artırarak ekonomide yeni dengenin 4 olmasına sebep olacaktır. Bu süreçte toplam hasılda büyük dalgalanmalar görülecektir.

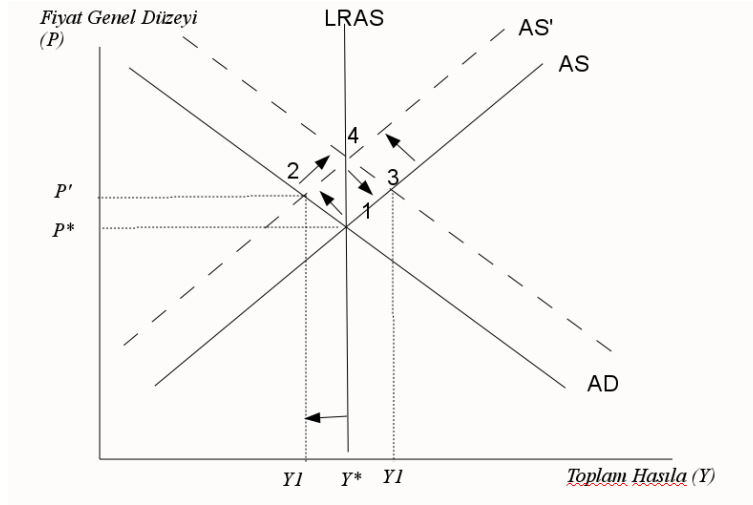
1 → 2 arasında toplam hasıla azalır.

2 → 1 arasında toplam hasıla artar.

1 → 3 arasında toplam hasıla artar.

3 → 4 arasında toplam hasıla azalır.

Aktivist olmayanlar, toplam hasıladaki bu dalgalanmaları önlemek amacıyla ekonomiye müdahale edilmemesi gerektiğini ileri sürerler.



Şekil 10.7: Aktivist politikalara eleştiri.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009) Bölüm 24.
- Aslan (2009) s:317-329
- Özatay (2011) s.252-257

Bölüm 11

Rasyonel Beklentiler Teorisi

Bu bölümde beklentilerin ekonomideki rolü üzerinde duracağız. Daha önceki derslerde beklentilerin ekonomiyi bir çok farklı şekilde etkilediğinden bahsetmiştik. Fakat maliye ve para politikalarının izlenmesinde beklentilerin önemine değinmemiştik. Önce rasyonel beklentiler hipotezini tanımlayacağız. Sonra da rasyonel beklentiler hipoteziyle ortaya çıkan Yeni Klasik ve Yeni Keynesci modellerin temel önermelerini açıklayacağız.

11.1 Ekonomide Beklentilerin Önemi

Beklentilerin ekonomiyi farklı şekillerde etkilediğini biliyoruz:

- Enflasyon Beklentisi: Varlık talebi teorisini açıklarken, enflasyon beklentisinin para talebini düşürdüğünü söylemiştik.
- Faizlerin Vade Yapısı : Faizlerin vade yapısı da beklentilerle şekillenir. Örneğin; uzun dönem faizler, kısa dönem faizlerin gelecekte beklenen değerlerinin ortalamasıdır.
- Bankaların aktif-pasif yönetimi de beklentilerden etkilenir. Örneğin; kriz beklentisiyle beraber ani para çıkışı beklentisi içinde olan bankaların rezervlerini arttırması gerekir.

- Beklentiler toplam talebin, otonom tüketim ve otonom yatırım kısımlarını etkiler.

Beklentilerin Tanımlanması

Beklentilerle ilgili üç çeşit tanımlamadan söz edebiliriz:

- Statik Beklentiler
- Adaptif Beklentiler (Uyarlayıcı beklentiler)
- Rasyonel Beklentiler

Statik beklentiler, iktisadi birimlerin kararlarında beklentileri hiç dikkate almamasıdır. Örneğin, enflasyonun değişebileceği gerçeğini göz ardı etmeleri ve kararlarını buna göre almalarıdır.

Adaptif (uyarlayıcı) beklentiler ise geleceğe yönelik beklentilerin geçmişteki değişmelerin bir ortalaması olarak ele alınmasıdır. Örneğin, son beş yılın enflasyon oranlarının ortalamasını alarak gelecek sene için enflasyon tahmininde bulunmak. Uyarlanmış beklentilerin önemi, enflasyon ve işsizlik arasındaki ilişkileri incelemek için kullanılan Philips eğrisi bağlamında Friedman ve Phelps gibi iktisatçılar tarafından ele alındı.

John Muth'un çalışmalarına kadar daha çok adaptif beklentilerin rolü vurgulanmaktaydı. John Muth, rasyonel beklentiler kavramını geliştirdi. Rasyonel beklentiler teorisine göre, bir değişkenin gelecekteki beklenen değeri, o değişkenle ilgili mevcut olan tüm bilgiler kullanılarak, o değişken hakkında yapılan en iyi tahmine eşittir. Rasyonel beklentiler teorisinin önemi, bireylerin sadece geçmişle ilgili verileri değil gelecekle ilgili verileri de dikkate alması gerektiğini belirtmesidir. Bunu şöyle ifade edebiliriz:

$$X^e = X^F$$

burada X geleceğe yönelik beklenti oluşturmak istediğimiz herhangi bir değişken olabilir. Enflasyon, faiz oranı vb. gibi. X^e , X 'in beklenen değeri, $F^F X$ ile ilgili mevcut olan tüm verilen kullanılarak yapılan en iyi tahmindir.

Buradaki 'Rasyonellik' kavramı tüm mevcut bilgileri kullanarak tahmin yapmayı ifade eder. Bir değişkenin gelecekte gerçekleşen değeriyle, tahmin edilen, beklenen değerinin aynı olması anlamına gelmez. Değişkenin gelecekteki değeriyle, o değer tahmini arasında fark olabilir. Ama ortalamada bu tahmin hatasının sıfır olması beklenir. Bunun sebebi; insanların rasyonel olması, bilgilerini(tahminlerini) revize etmesi ve aynı hataları tekrarlamamalarıdır.

$$X - X^e = \text{tahmin hatası}$$

olarak tanımlanır.

Rasyonel beklentilerle ilgili iki önemli nokta:

- Bireyler sözü edilen değişkenle ilgili her tür bilgiye sahip olabilir fakat en iyi tahmini yapamayabilir.
- Bireyler sözü edilen değişkenle ilgili bazı bilgilerden haberdar olmayabilir.

Bu iki durumda yapılan tahminler hatalı olabilir fakat bu yapılan tahminlerin rasyonel olmaması anlamına gelmez.

Rasyonel beklentiler hipotezi ilk olarak finans piyasasında ortaya çıkmıştır. Rasyonel beklentilerin finans piyasasına uygulanması 'Etkin Piyasalar Hipotezi' olarak adlandırılır.

11.2 Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasa hipotezi, menkul kıymet fiyatlarının tüm bilgiyi yansıtması olarak tanımlanır. Etkin piyasanın özellikleri:

- Etkin piyasalarda tüm katılımcıların bilgiye tam olarak ve anında ulaştıkları varsayılır.

- Etkin piyasalarda normalin üzerinde kâr elde etme olanağı yoktur.
- Piyasada yapılan işlemlerin maliyeti yoktur.
- Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır. Bunların hiçbiri tek başına piyasayı etkileyemez.
- Piyasadaki tüm varlıklar bölünebilir.
- Piyasadaki tüm katılımcılar rasyoneldir.

11.2.1 Etkin Piyasalar Hipotezinin Test Edilmesi: Ampirik Bulgular

Etkin piyasaların yukarıda saydığımız özellikleri gerçek hayatta her zaman gerçekleşmez. Örneğin, tüm katılımcılar aynı tür bilgiye sahip olmayabilir. Bu durumda normalin üzerinde kârlar söz konusu olur. Tabii ki istenen ve ideal durum piyasaların etkin olmasıdır. Bu nedenle, etkin piyasaların varlığı ile ilgili ampirik çalışmalar yapılmıştır. Bunları kısaca özetlersek:

Etkin Piyasaların Varlığı İle ilgili Bulgular

- ABD’de bir grup portföy yöneticisinin portföyüne bakılmış ve bunların bazen kâr, bazen zarar ettikleri görülmüştür. Sürekli kâr edebilen bir portföye rastlanmamıştır.
- Bazı hisse senedi fiyatlarına ve o dönem bu hisse senedi fiyatlarıyla ilgili çıkan haberlere bakılmış ve firmalarla ilgili çıkan haberlerin hisse senedi fiyatlarını değiştirmedeği görülmüştür.
- Hisse senedi fiyatlarının rastsal yürüyüş modeline göre belirlendiği görülmüş. (Hisse senedi fiyatlarının sürekli değiştiği bir trend izlemediği görülmüş).

Etkin Piyasalar Hipotezine Karşıt Bulgular

- Bir çalışmada; şirketleri, küçük ve büyük diye ayırmışlar. Küçük şirketlerin hisse senetlerinin daha çok kâr getirdiği görülmüş.
- Ocak Ayı Etkisi : ABD’de hisse senedi fiyatlarının Aralık’ta düştüğü, Ocak’ta arttığı görülmüş. Aralık ayında vergilendirme için kazançlar bildirilir. Hisse senedinden zarar edenler ve ya indiriminden yararlanmak isteyenler hisse senetlerini satar. Bu nedenle Aralık ayında hisse senedi fiyatları düşer. Ocak ayında ise, düşen fiyatlardan hisse senedi alımı yapıldığı için fiyatlar yükselir. Bu şekilde ortaya kâr elde etme olanağı çıkar.

11.3 Rasyonel Beklentiler Teorisinin Politika Yansımaları

1929 Büyük Buhran dönemine kadar Klasik iktisatçıların görüşleri hakim olmuş ve 1930’lardan sonra makroiktisatta Keynesci görüşler önem kazanmaya başlamıştır. Keynesci politikalar 1930 ve 1970 yılları arasında bir çok ekonomide kullanıldı. Klasik ve Keynesci düşünceler arasında önemli farklılıklar bulunmasına rağmen, ikisinin benzer noktası politika etkilerinin değerlendirilmesinde rasyonel beklentileri dikkate almamalarıdır.

John Mutt’ un geliştirdiği rasyonel beklentiler ile ilgili düşünceleri, 1970’ li yıllarda Lucas, Sargent, Wallace ve Barro gibi iktisatçılar makroekonomiye aktardılar ve bu iktisatçıların öncülüğünde Yeni Klasik okul anlayışı ortaya çıktı. 1980’ li yılların başında ise rasyonel beklentileri benimseyen Yeni Keynesci görüş ortaya çıktı.

11.3.1 Yeni Klasik Görüş

Yeni Klasik makroekonomik modelin önermelerini kısaca özetleyelim:

- Ücret ve fiyatlar önemli ölçüde esneklerdir.
- Piyasalar sürekli olarak temizlenir.
- Beklentiler rasyoneldir. Beklentilerin oluşturulmasında hali hazırda mevcut olan tüm bilgiler kullanılır. Lucas ve Sargent’ a göre, işçi ve işverenler doğru

ekonomi modelini bilirler ve gelecek enflasyona dair beklentilerini buna göre şekillendirirler.

- Para ve maliye politikalarının ekonomiye etkilerini incelerken, beklenen ve beklenmeyen politika ayrımı yaparlar. Yeni Klasik teoriye göre, beklenen politikalar sadece fiyat genel düzeyini değiştirir, reel geliri etkilemez. Sadece beklenmeyen, sürpriz politikalar toplam hasılayı etkileyebilir.
- Aktivist politikalara şüpheyle yaklaşır. Bu tür politikaların ekonomide istikrarsızlık yaratacağını ileri sürerler.

11.3.2 Yeni Keynesci Görüş

Yeni Keynesci makroekonomik modelin önermeleri:

- Ücret ve fiyatlar yapışkandır. Genel olarak Keynesci paradigma fiyat ve ücret yapışkanlığı varsayımına dayanmaktadır. Ancak, Keynesci modeldeki ücret ve fiyat yapışkanlığı güçlü mikroiktisadi temelleri olmadığı gerekçesiyle eleştirilmiştir. Yeni Keynesci model, kısa dönemdeki fiyat ve ücret yapışkanlıklarını ayrıntılı olarak açıklar. Fiyat ve ücret yapışkanlıklarının nedenleri: İşgücü sözleşmeleri, etkin ücret hipotezi, katalog maliyetleri, ücret belirlemesinin zamana yayılması, koordinasyon başarısızlıkları ve hysteresis olgusudur.

İşgücü ücretleri belli dönemler için sözleşmelerle belirlendiğinden esnek değildir. Ayrıca, bazı ücretler sendikaların işverenlerle pazarlığı sonucu belirlenir ve sendikalar ücretlerin düşürülmesine karşı çıkarlar. Ücret yapışkanlığının bir başka açıklaması ise etkin ücret hipotezidir. Buna göre, bazı firmalar işçilerin daha çok ve verimli çalışması için işçilere piyasadan daha yüksek ücret verirler. Ekonomik kriz dönemlerinde işçilerin verimliliğinin düşmemesi için de ücretlerini düşürmezler. Katalog maliyetleri kavramı ise nominal ücretlerin yapışkanlığını açıklamak için kullanılmıştır. Firmalar şoklara karşı her zaman kendilerini hazırlayamazlar çünkü yeniden katalog değiştirme, etiket basma vb. işlemlerin maliyeti, fiyatları artırmanın getirisinden daha çok olabilir. Bu durumda fiyatlarını hemen değiştiremezler. Son olarak, ekonomideki farklı birimlerin ücret ve fiyatlarını farklı zamanlarda belirlemesi nedeniyle de fiyat ve ücretler yapışkanlık gösterir.

- Kısa dönemde milli gelirin temel belirleyicisi toplam taleptir. Toplam talebin artması toplam hasılayı artırır. Fiyat genel düzeyinin nasıl olacağı ise kısa dönem toplam arz eğrisinin eğimine bağlıdır.
- Fiyatların esnek olmadığı bir ekonomide para da yanlıdır.
- Çok sayıda iktisadi birimin olduğu bir ekonomide, Walrasgil genel denge modellerinin içerdiği ekonomik faaliyetlerin koordinasyonu mümkün değildir. Yeni Keynesci iktisatçılara göre toplum herkesin istediği bir sonuca ulaşamıyorsa koordinasyon eksikliği var demektir. Bunun sebebi de gerçek hayatta fiyat ve ücretlere karar veren çok sayıda firma olması, fiyat ve ücretlerin belirlenmesinde sendika liderlerinin ve firmaların diğerlerinin eylemlerini tahmin etmeye çalışmalarıdır.
- Herhangi bir şok sonucu denge düzeyinden uzaklaşan ekonominin tekrar eski konumuna dönmesi zordur (Hysteresis Olgusu). Hysteresis olgusu, doğal işsizlik oranını açıklamak için kullanılmıştır. Buna göre, geçici bir şok işsizlik oranını yükselttikten sonra şok ortadan kalktığı halde işsizlik eski düzeyine dönmüyorsa hysteresis var demektir. Bu durumda, doğal işsizlik oranı işsizlikteki geçici artış sonunda yükselir. Yeni Keynesci iktisatçılar bu olguyu özellikle durgunluk dönemlerinde işsizliğin artmasının doğal işsizlik oranını artırarak ekonomide kalıcı hasarlar yaratacağını açıklamak için kullanmışlardır.
- Beklentiler rasyoneldir. Beklentilerin oluşturulmasında hali hazırda mevcut olan tüm bilgiler kullanılır.
- Hem beklenen hem de beklenmeyen politika değişiklikleri ekonomiyi etkiler.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009) Bölüm 7
- Aslan (2009), s.283-295.
- Parasız (2008), s.549-561

Bölüm 12

Rasyonel Beklentiler Teorisinin Politika Yansımaları ve Enflasyonla Mücadele

Geçen haftaki derste rasyonel beklentiler kavramını açıklamış ve bu kavramla birlikte ortaya çıkan Yeni Klasik ve Yeni Keynesci makroekonomik modellerin temel özelliklerinden bahsetmiştik. Yeni Klasik makroekonomik modele göre sadece beklenmeyen politikalar toplam hasılayı etkilerken, Yeni Keynesci makroekonomik modelde hem beklenen hem de beklenmeyen politikaların ekonomiyi etkileme gücünden söz edilmektedir. Bu bölümde, Yeni Klasik ve Yeni Keynesci modelde para politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerini ve enflasyonla mücadelede önemini açıklayacağız.

12.1 Yeni Klasik Modelde Genişletici Para Politikasının Etkinliği

1- Beklenen Genişletici Para Politikasının Etkileri

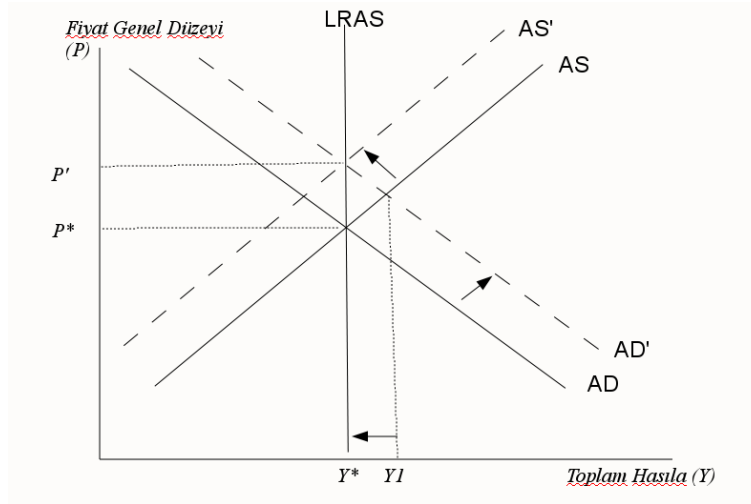
Yeni Klasik modelde tüm fiyat ve ücretler esnek olduğu için fiyat genel düzeyindeki bir artış sonucunda ücretler de anında ve eşit olarak artar çünkü rasyonel olan işçiler

fiyat genel düzeyindeki artıştan sonra reel gelirlerinin düşmemesi için ücretlerinin de aynı oranda artırılmasını isterler. Örneğin, fiyat genel düzeyinin %10 artmasını bekleyen işçiler ücretlerine %10 zam isteyeceklerdir. Bu durumda fiyat genel düzeyindeki bir artış toplam arz eğrisini sola kaydıracaktır.

Ekonomi kısa ve uzun dönem dengede iken Merkez bankasının genişletici bir para politikası izlediğini, yani para arzını artırdığını varsayalım. Şekil 12.1'de görüldüğü gibi toplam talep artar ve toplam talep eğrisi (AD) sağa kayar. Fiyat genel düzeyi ve toplam hasıla yükselir. Ancak, toplam hasıladaki bu artış devamlı değildir. Fiyat genel düzeyindeki artış tam olarak ücretlere yansır ve toplam arz eğrisi sola kayar. Fiyat genel düzeyi tekrar artar ve toplam hasıla eski düzeyine geri döner.

genişletici para politikası \rightarrow toplam talep \uparrow \rightarrow AD sağa kayar \rightarrow fiyat genel düzeyi \uparrow \rightarrow ücretler \uparrow \rightarrow toplam arz \downarrow \rightarrow toplam hasıla doğal düzeyine döner.

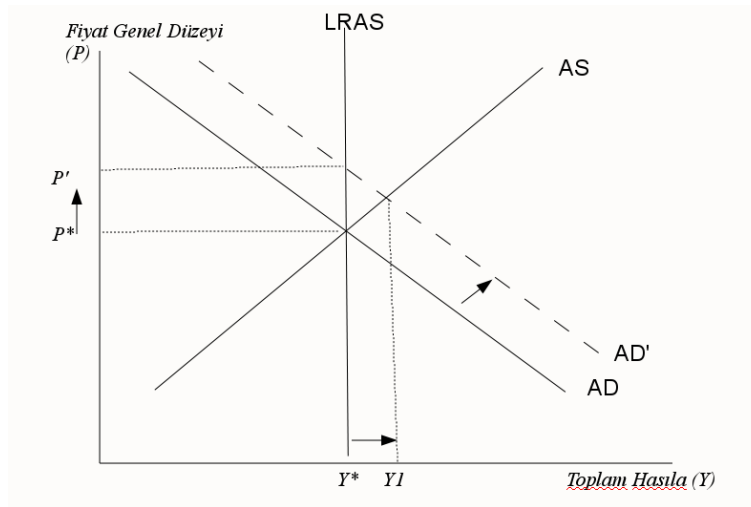
Sonuç: Yeni Klasiklere göre para arzındaki beklenen artışın toplam hasıla ve işsizlik üzerinde etkisi yoktur. Para arzındaki artış sadece fiyatların artmasına sebep olur, reel denge karşısında yansız kalır. Dolayısıyla para politikası etkin değildir. Beklenen para politikalarının toplam hasıla ve işsizlik üzerinde etkisinin olmaması **Politika Etkinsizliği Önermesi** olarak adlandırılır.



Şekil 12.1: Yeni Klasik Modelde Beklenen Para Politikasının Etkisi

2- Beklenmeyen Genişletici Para Politikasının Etkileri

Merkez bankası sürpriz bir şekilde genişletici para politikası izlemeye karar verirse bunun etkileri ne olur? Beklenmeyen para politikası, toplam talebi artırır ve toplam talep eğrisi sağa kayar. Fiyat genel düzeyi ve toplam hasıla artar. İktisadi birimler toplam talepteki bu artışı önceden beklemedikleri için ücretlerini değiştirmezler ve toplam arzda bir değişme gerçekleşmez. Toplam arz eğrisi AS'de kalır. Yeni denge noktasında toplam hasıla doğal düzeyin üzerine çıkar. Şekil 12.2'de beklenmeyen para politikasının etkisi görülmektedir.



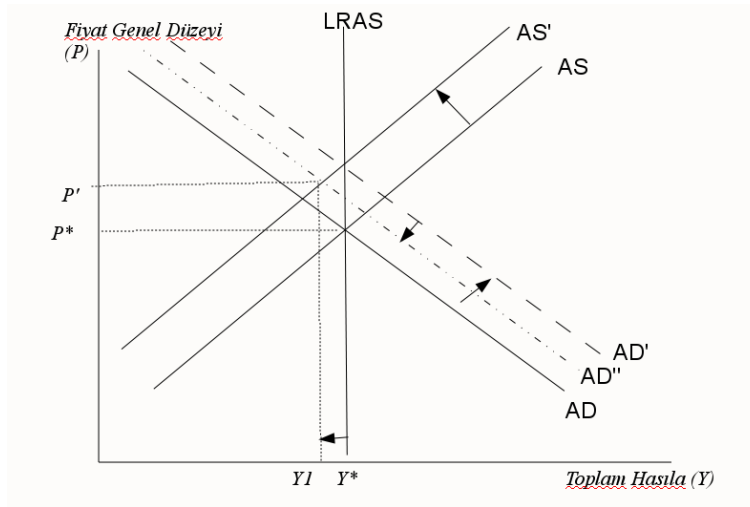
Şekil 12.2: Yeni Klasik Modelde Beklenmeyen Para Politikasının Etkisi

genişletici para politikası \rightarrow toplam talep \uparrow \rightarrow AD sağa kayar \rightarrow fiyat genel düzeyi \uparrow , toplam hasıla \uparrow

Sonuç: Yeni Klasik modelde sadece beklenmeyen politikalar toplam hasılayı etkiler. Ancak politika yapıcılar beklenmeyen politikalarla iktisadi birimleri şaşırtmak istedikleri zaman iktisadi birimlerin beklentileri aynen devam etmeyecektir. Rasyonel beklentilerin gereği olarak, beklentilerini gözden geçireceklerdir. Bu durumda, merkez bankalarının mümkün olduğunca az sürpriz politika gerçekleştirmesi gerekir.

3- Genişletici Para Politikası Toplam Hasılayı Düşürebilir mi?

İktisadi birimlerin beklentisinden daha az genişletici para politikası izlendiği takdirde, ya da iktisadi karar birimleri tahmin hatası yaparsa genişletici politikalar toplam hasılayı azaltabilir. Bu politikanın toplam hasıla üzerinde negatif etkisi olabilir. Diyelim ki, iktisadi birimler merkez bankasının para arzını %20 oranında artırmasını, dolayısıyla fiyat genel düzeyinin %20 artmasını bekliyor. Böylece ücretlerinde %20 oranında artış talep ederler, bu talepleri gerçekleşir ve toplam arz eğrisi sola kayar. Toplam arzdaki kayma toplam talepte olacağı düşünülen değişiklik kadar gerçekleşir. Bu değişiklik Şekil 12.3'de AS' eğrisiyle gösterilmiştir. Merkez bankası, para arzını %20 değil de %10 oranında artırmaya karar verirse ne olur? Toplam talep beklenenden az artacağı için toplam talep eğrisi AD' yerine AD'' ye kayar. Yeni toplam talep eğrisiyle (AD''), toplam arz eğrisinin (AS') kesiştiği noktada toplam hasıla düşer.



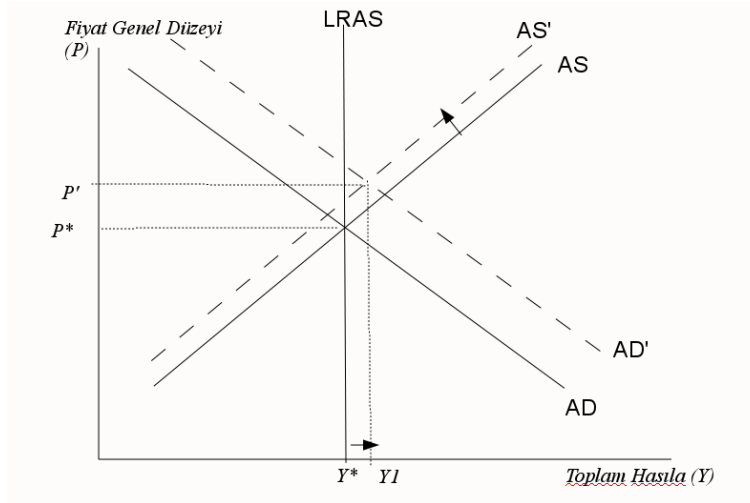
Şekil 12.3: Yeni Klasik Modelde Beklenmeyen Para Politikasının Etkisi

12.2 Yeni Keynesçi Modelde Genişletici Para Politikasının Etkinliği

1- Beklenen Genişletici Para Politikasının Etkileri

Yeni Keynesçi iktisatçılara göre, fiyat ve ücretler yapışkan olduğu için genişletici bir para politikası karşısında toplam talebin ve fiyat genel düzeyinin artması toplam arzı aynı oranda değiştirmez. Böylece hem beklenen hem de beklenmeyen toplam talep değişimleri toplam hasılayı etkiler.

Ekonomi kısa ve uzun dönem dengedeysen Merkez bankasının genişletici bir para politikası izlediğini, yani para arzını artırdığını varsayalım. Şekil 12.4'de görüldüğü gibi toplam talep artar ve toplam talep eğrisi (AD) sağa kayar. Fiyat genel düzeyi ve toplam hasıla yükselir. Ücretler yapışkan olduğu için ücretlerdeki artış fiyat genel düzeyindeki artıştan daha az olur. Böylece toplam arzdaki değişim toplam talepteki değişimden az gerçekleşir ($\Delta AS < \Delta AD$). Toplam arz eğrisi sola kayar fakat toplam talep eğrisi ile tam istihdam düzeyinde kesişmez. Yeni denge noktasında fiyat genel düzeyi ve toplam hasıla artar.



Şekil 12.4: Yeni Keynesçi Modelde Beklenen Para Politikasının Etkisi

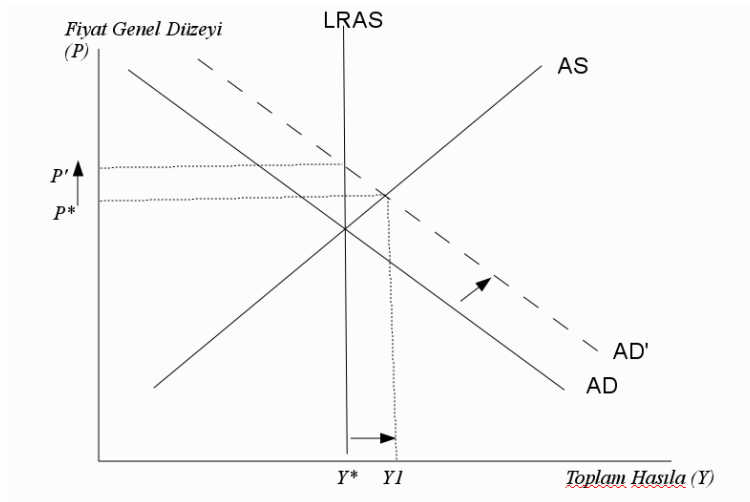
genişletici para politikası \rightarrow toplam talep \uparrow \rightarrow AD sağa kayar \rightarrow fiyat genel

düzeyi $\uparrow \rightarrow$ ücretler $\uparrow \rightarrow$ toplam arz \downarrow ($\Delta AS < \Delta AD$) \rightarrow toplam hasıla artar.

Sonuç: Beklenen genişletici para politikası toplam hasılayı artırır.

2- Beklenmeyen Genişletici Para Politikasının Etkileri

Merkez bankası sürpriz bir şekilde genişletici para politikası izlemeye karar verirse, toplam talep artar ve toplam talep eğrisi sağa kayar. Fiyat genel düzeyi ve toplam hasıla artar. İktisadi birimler toplam talepteki bu artışı önceden beklemedikleri için ücretlerde herhangi bir değişiklik olmaz ve toplam arzda bir değişme gerçekleşmez. Toplam arz eğrisi AS'de kalır. Yeni denge noktasında toplam hasıla doğal düzeyin üzerine çıkar. Şekil 12.5'de beklenmeyen para politikasının etkisi görülmektedir.

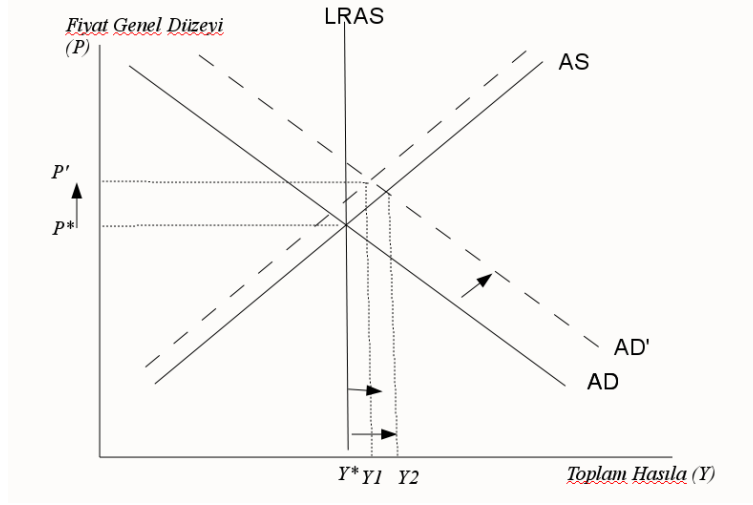


Şekil 12.5: Yeni Keynesçi Modelde Beklenmeyen Para Politikasının Etkisi

Sonuç: Beklenmeyen genişletici para politikası toplam hasılayı artırır. Yeni Keynesçilere göre para yansız değildir. Paranın üretim üzerinde doğrudan etkisi vardır. Bu nedenle Yeni Keynesçiler aktivist politikaları savunurlar.

Yeni Keynesçi iktisatçılara göre her ne kadar hem beklenen hem de beklenmeyen politikalar toplam hasılayı etkilese de, beklenmeyen politikaların toplam hasıla üzerindeki etkisi daha çoktur. Bunu şekil 12.6'de görebiliriz. Genişletici para politikası beklendiği takdirde, toplam hasıla $Y^* - Y^1$ arasında değişirken, bu politika

beklenmediğinde toplam hasıla $Y^* - Y^2$ arasında değişir.



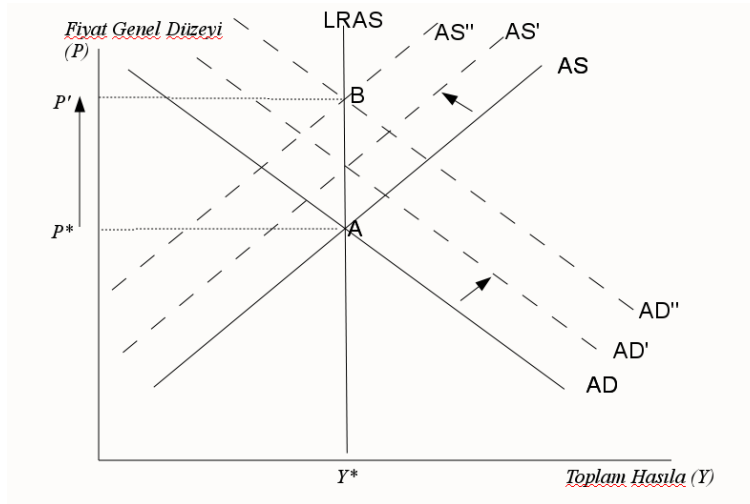
Şekil 12.6: Yeni Keynesçi modelde beklenen ve beklenmeyen para politikasının karşılaştırılması.

12.3 Enflasyonla Mücadele

Bir önceki bölümde Yeni Klasik ve Yeni Keynesci modelde beklenen ve beklenmeyen para politikalarının toplam hasıla üzerindeki etkilerini inceledik. Şimdi de bu politikaların enflasyon üzerindeki etkilerini ve hangi tür politikaların enflasyonla mücadelede daha başarılı olacağını araştıracağız.

12.3.1 Yeni Klasik Modelde Enflasyonla Mücadele

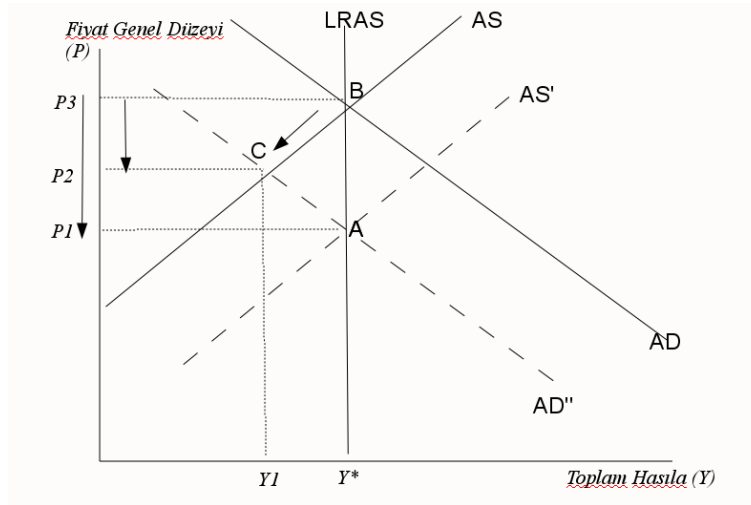
Bir ekonomide merkez bankasının para arzını her yıl sürekli olarak %15 oranında artırdığını, bu nedenle de sürekli bir enflasyon yaşandığını varsayalım. Para arzındaki bu artış sonunda toplam talep eğrisi her sene sağa kayar ve fiyat genel düzeyi de %15 oranında artar. Bu fiyat artışı ücretlere de tam olarak yansıtacağından toplam arz eğrisi de aynı oranda sola kayar. Sonuçta, ekonomi şekil 12.7’de görüldüğü gibi A noktasından B noktasına gelir. B noktasında ekonomide yüksek enflasyon sorunu vardır. Şimdi bu sorunun yeni klasik iktisatçılara göre nasıl çözümlenebileceğinden bahsedelim.



Şekil 12.7: Yeni Klasik modelde enflasyon.

1- Beklenen Daraltıcı Para Politikasının Etkileri

Ekonomi B noktasındayken merkez bankası enflasyonla mücadele programı başlatıyor ve para arzı artışının durdurulacağını açıklıyor. Merkez bankasının kredibl olduğunu ve enflasyonla mücadele programını önceden açıkladığını varsayalım. Daraltıcı para politikası toplam talebi azaltarak fiyat genel düzeyini düşürür. Bu politika önceden beklendiği için iktisadi birimler fiyat ve ücret ayarlamalarını bu yeni fiyat düzeyine göre gerçekleştirirler. Ücretler düşeceği için üretim maliyetleri düşer ve toplam arz eğrisi aynı oranda sağa kayar. Böylece ekonomi B noktasından A noktasına gelir. Yeni denge noktasında fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_1 ' e düşer, toplam hasıla yine doğal düzeyinde kalır. Bu anti enflasyonist politikanın etkisi şekil 12.8'de gösterilmiştir.



Şekil 12.8: Yeni Klasik modelde enflasyonla mücadele.

daraltıcı para politikası \rightarrow toplam talep $\downarrow \rightarrow$ AD sola kayar \rightarrow fiyat genel düzeyi $\downarrow \rightarrow$ ücretler $\downarrow \rightarrow$ toplam arz $\uparrow \rightarrow$ fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_1 'e düşer.

Sonuç: Beklenen daraltıcı para politikası toplam hasılayı değiştirmez fakat, fiyat genel düzeyini düşürür. Burada fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_1 'e düşer.

2- Beklenmeyen Daraltıcı Para Politikasının Etkileri

Merkez bankası, iktisadi birimlere duyurmadan sürpriz bir şekilde daraltıcı para politikası gerçekleştirirse ne olur? Bu durumda, iktisadi birimler toplam talepte bir azalma beklemedikleri için fiyat ve ücret ayarlamalarını eski fiyat genel düzeyine göre yaparlar. Toplam arz eğrisinde bir kayma olmaz. Ekonomide yeni denge C noktasında gerçekleşir (şekil 12.8). Bu noktada fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_2 'ye düşer.

Sonuç: Yeni klasik iktisatçılara göre beklenmeyen daraltıcı para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi daha azdır.

Daraltıcı para politikası bekleniyorsa \Rightarrow fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_1 'e düşer.

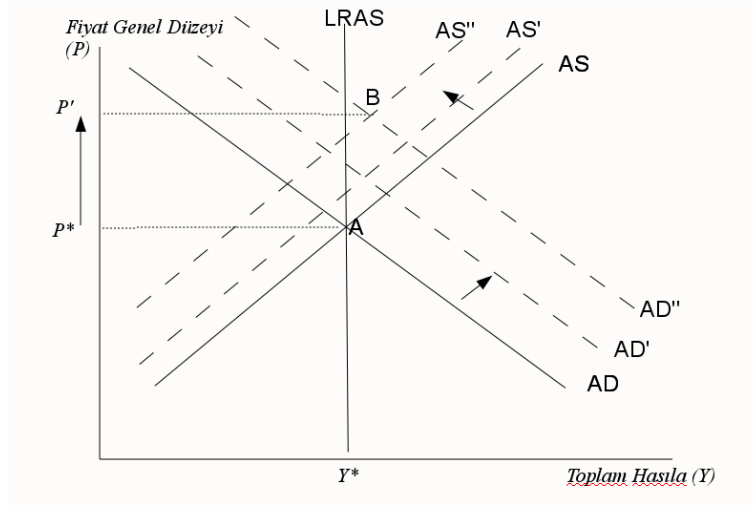
Daraltıcı para politikası beklenmiyorsa \Rightarrow fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_2 'ye düşer.

12.3.2 Yeni Keynesci Modelde Enflasyonla Mücadele

Bir ekonomide merkez bankasının para arzını her yıl sürekli olarak %15 oranında artırdığını, bu nedenle de sürekli bir enflasyon yaşandığını varsayalım. Para arzındaki bu artış sonunda toplam talep eğrisi her sene sağa kayar ve fiyat genel düzeyi de %15 oranında artar. Bu fiyat artışı ücretlere de tam olarak yansımayaacağından toplam arzdaki azalma toplam talepteki artıştan daha az gerçekleşir. Sonuçta, ekonomi şekil 12.7'de görüldüğü gibi A noktasından B noktasına gelir. B noktasında ekonomide yüksek enflasyon sorunu vardır.

1- Beklenen Daraltıcı Para Politikasının Etkileri

Ekonomi B noktasındayken merkez bankası enflasyonla mücadele programı başlatıyor ve para arzı artışının durdurulacağını açıklıyor. Merkez bankasının kredibl olduğunu ve enflasyonla mücadele programını önceden açıkladığını varsayalım. Daraltıcı para politikası toplam talebi azaltarak fiyat genel düzeyini düşürür. Bu politika önceden beklendiği için iktisadi birimler fiyat ve ücret ayarlamalarını bu yeni fiyat düzeyine göre gerçekleştirirler. Fakat ücretler yapışkan olduğu için toplam arz eğrisi toplam talep eğrisiyle aynı oranda sağa kaymaz. Yeni arz eğrisi AS' olur. Böylece



Şekil 12.9: Yeni Keynesci modelde enflasyon.

ekonomi B noktasından C noktasına gelir. Yeni denge noktasında fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_1 ' e düşer, toplam hasıla yine doğal düzeyinde kalır. Bu anti enflasyonist politikanın etkisi şekil 12.9'de gösterilmiştir.

daraltıcı para politikası \rightarrow toplam talep $\downarrow \rightarrow$ AD sola kayar \rightarrow fiyat genel düzeyi $\downarrow \rightarrow$ ücretler $\downarrow \rightarrow$ toplam arz \uparrow ($\Delta AS < \Delta AD$) \rightarrow fiyat genel düzeyi \downarrow

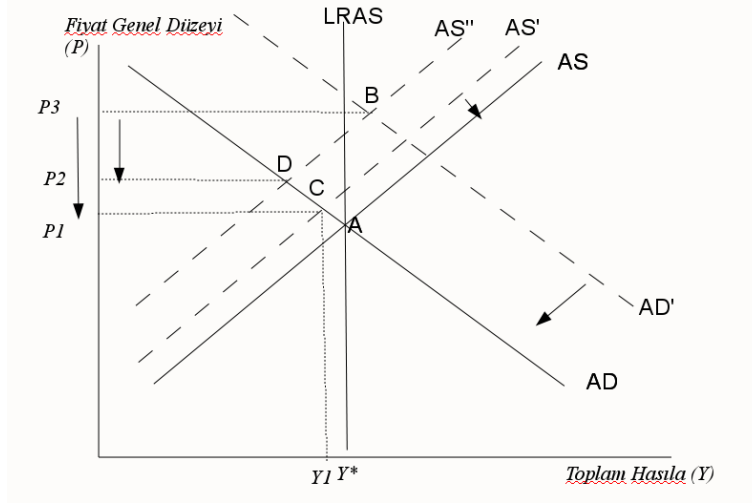
2- Beklenmeyen Daraltıcı Para Politikasının Etkileri

Merkez bankası, iktisadi birimlere duyurmadan sürpriz bir şekilde daraltıcı para politikası gerçekleştirirse ne olur? Bu durumda, iktisadi birimler toplam talepte bir azalma beklemedikleri için fiyat ve ücret ayarlamalarını eski fiyat genel düzeyine göre yaparlar. Ekonomide yeni denge D noktasında gerçekleşir (şekil 12.10). Bu noktada fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_2 'ye düşer.

Sonuç: Yeni Keynesci iktisatçılara göre beklenmeyen daraltıcı para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi daha azdır.

Daraltıcı para politikası bekleniyorsa \Rightarrow fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_1 ' e düşer.

Daraltıcı para politikası beklenmiyorsa \Rightarrow fiyat genel düzeyi P_3 'ten P_2 'ye düşer.



Şekil 12.10: Yeni Keynesci modelde enflasyonla mücadele.

Sonuç: Hem Yeni Klasik hem de Yeni Keynesci modelde para politikalarının önceden öngörülebilir (beklenen) olması, enflasyonla mücadelenin daha başarılı olması demektir.

Öngörülebilir bir daraltıcı para politikasının enflasyonla mücadelede başarılı olması için iki koşul gerekir:

- Enflasyonu düşürme planı nihai beklentiler oluşmadan önce duyurulmalı.
- Ekonomik birimler bu enflasyon ile mücadele programına inanmalı. Bu da merkez bankasının kredibl olmasını gerektirir.

Merkez Bankası ve Kredibilite

Beklenen politikaların enflasyonla mücadelede etkili olabilmesi için merkez bankasının kredibl olması, yani inandırıcı ve tutarlı olması gerekir. Kredibilitesi düşük bir merkez bankasının enflasyonla mücadele programı da başarısız olur. Örneğin, kredibilitesi olmayan bir merkez bankası sıfır enflasyon sözü verirse, iktisadi birimler buna inanmayacak ve bankanın genişletici para politikası izlemeye devam edeceğini düşünecektir. Bunun sebebi, beklentilerin artık bu şekilde şekillenmiş olmasıdır. Merkez bankalarının kredibilitesinin artırılması ise merkez bankasıyla ilgili

kurumsal düzenlemelerin gerçekleştirilerek bağımsızlığının sağlanmasıyla mümkün olur.

Okuma Listesi

- Mishkin (2009), Bölüm 25
- Parasız (2008), s:533-567

Bölüm 13

Döviz Kurunun Belirlenmesi

Döviz kuru, ekonomideki bir çok değişkeni etkilemesi bakımından önemli bir değişkendir. Dış ticareti belirlemesinin ötesinde, enflasyon, yatırım ve tüketim kararları üzerindeki etkileri sebebiyle de önemli bir konudur. Bu derste, öncelikle döviz piyasasının özelliklerinden kısaca bahsedeceğiz. Daha sonra döviz kurunu belirleyen faktörlerden söz edeceğiz. Son olarak da döviz kurunun belirleyicilerini portföy yaklaşımı çerçevesinde ele alacağız.

13.1 Döviz Piyasası

Döviz piyasasının özellikleri:

- Organize bir piyasa değildir. Tezgâh üstü bir piyasadır. 24 saat açık olan bir piyasadır.
- Döviz piyasasında iki tür kur vardır.

Spot kur: Spot piyasası anında işlem piyasasıdır. Spot döviz kuru ise dövizin o gün belirlenen cari kurudur.

Forward kur: Forward işlem bugün üzerinde anlaşılan bir kurdan ve vadede, vade bitiminde alım satımın yapılmasıdır. Forward piyasada belirlenen döviz kuruna forward kur denir.

- Döviz Piyasalarında 3 tür katılımcı vardır:
 - Müşteriler
 - Kendi adına ve müşteri adına alım satım yapanlar (dealer).
 - Müşteri hesabına komisyon karşılığı alım satım yapanlar (broker).
- Döviz piyasaları şeffaf yani açık ve saydam bir piyasa değildir. Broker ve dealerlar alım satım işlem emirlerini önceden aldığı için döviz kuru hakkında daha çok bilgiye sahip olurlar. Yani döviz piyasasında herkes eşit bilgiye sahip değildir.

13.1.1 Döviz Kuru

Döviz kuru, bir paranın diğer para cinsinden ifadesidir. Döviz kurlarının kotasyonu iki şekilde olur:

- Doğrudan (Direkt) Kotasyon: Bir birim yabancı para ile değiştirilebilen ulusal para olarak ifade edilir. (Bir başka ifadeyle 1 dolar ile kaç Türk Lirası alınır?)
Örneğin; $1\$ = 1.71TL$ gibi.
- Dolaylı Kotasyon: Döviz kuru, bir birim ulusal para ile değiştirilebilen yabancı para olarak gösterilir. (1 Türk Lirası ile kaç dolar alınır?)

Türkiye’de doğrudan kotasyon, Amerika’da ise dolaylı kotasyon kullanılıyor¹.

Döviz Kurundaki Değişme ve Türk Lirası’nın Değer Kaybı, Kazancı

Döviz kurlarındaki değişiklikler Türk Lirasının değerini değiştirir. Uygulanan kur sistemine göre bu değer değişikliklerini şu şekilde ifade ederiz:

a) Sabit Döviz Kuru Sistemi

Devalüasyon: Döviz kurunun artırılması, yerli paranın değer kaybetmesi anlamına gelir.

¹Bu bölümde döviz kurlarından bahsederken aksi belirtilmedikçe doğrudan kotasyon kullanacağız.

Revalüasyon: Döviz kurunun düşürülmesi, yerli paranın değer kazanması anlamına gelir.

b) Dalgalı Döviz Kuru Sistemi

Dalgalı döviz kuru sisteminde kurlar piyasada arz ve talep tarafından belirleneceğinden kurların kendiliğinden değişmesinden bahsedilir.

Bu durumda, döviz kurunun artması Türk Lirasının değer kaybetmesi anlamına gelirken, döviz kurunun azalması Türk Lirasının değerlendirilmesi anlamına gelir.

13.1.2 Döviz Kuru Çeşitleri

Nominal Kur

Yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatına nominal kur denir. Gazetelerde, döviz bürolarında gördüğümüz kur nominal kurdur.

Reel Kur

Nominal kurların enflasyona göre düzeltilmesiyle elde edilen kurdur. Türk Lirası ve dolar arasındaki reel döviz kurunu şu şekilde ifade edebiliriz:

$$\text{Reel Döviz Kuru} = \frac{E_{TL/\$} \cdot P_{US}}{P_{TL}}$$

burada $E_{TL/\$}$ nominal döviz kurunu, P_{US} Amerika'daki fiyat genel düzeyini, P_{TL} Türkiye'deki fiyat genel düzeyini gösterir.

Reel döviz kurundaki bir artış, liranın dolar karşısında değer kaybettiğini gösterir. Buradaki eşitliğe göre, reel döviz kurunun artması için ya nominal döviz kurunun artması ya da Amerika'daki fiyat genel düzeyinin Türkiye'deki fiyat genel düzeyinden daha hızlı artması gerekir.

Efektif Kur

Bir ülke döviz kurunun diğer ülke döviz kurlarındaki değişmelerin ortalamasına göre ifade edilmesidir.

Çapraz Kur

Çapraz kur, yabancı paranın başka bir yabancı para cinsinden değeridir.

Örneğin: 1 dolar=1,60 TL

1 euro= 2,12 TL ise euro dolar paritesi nedir? (Euro dolar arasındaki çapraz kur nedir?)

$$\frac{euro/TL}{dolar/TL} = \frac{2,12}{1,60} = 1,3228$$

13.2 Uzun Dönemde Döviz Kurlarının Belirlenmesi

13.2.1 Tek Fiyat Kanunu

Tek fiyat kanunu, ticarete konu olan bir aktifin fiyatının arbitraj mekanizması yoluyla bütün piyasalarda aynı olması anlamına gelir. Aynı ürün, aynı zamanda farklı iki ülkede farklı fiyatlardan satılamaz. Aksi takdirde, arbitrajcılar ürünü ucuz olan ülkeden alıp, pahalı olan ülkede satarlar ve bu sayede fiyatlar iki ülkede eşitlenir.

Örneğin, Amerika'da demirin tonu \$100, Japonya'da 10000 Yen ise, demir hem Amerika'da hem de Japonya'da 100 dolara alınabilmelidir. Bunun için de 1 doların 100 Yen'e eşit olması gerekir. Eğer 1 dolar 200 Yen'e eşitse, demir Japonya'da daha ucuz olduğu için herkes oradan almak ister. Bu durumda kur değişmelidir ki Amerika'da da demir satılsın.

13.2.2 Satın Alma Gücü Paritesi

Tek fiyat kanunun uluslararası piyasaya uygulanması satın alma gücü paritesi olarak adlandırılır. Satın alma gücü paritesi, dış ticarete konu olan bütün malların fiyatlarını döviz kuru ile ilişkilendirir. Satın alma gücü paritesi 'mutlak' ve 'nisbi (görel)' olarak belirtilebilir.

Mutlak satın alma gücü paritesi, ülkelerin denge döviz kurlarının birbirine dönüşürülmüş fiyat düzeylerinin bütün ülkelerde aynı olduğu anlamına gelir.

$$E_{TL/\$} = \frac{P_{TL}}{P_{US}}$$

burada $E_{TL/\$}$ nominal döviz kurunu, P_{US} Amerika'daki fiyat genel düzeyini, P_{TL} Türkiye'deki fiyat genel düzeyini gösterir.

Nisbi (görel) satın alma gücü paritesine göre ise her mal için tek fiyat yasasının sağlanması gerekmez. Nisbi satın alma gücü paritesi, belli bir başlangıç yılından itibaren döviz kurunun nasıl değişeceğini açıklar. Nisbi satın alma gücü paritesini şu şekilde gösterebiliriz:

$$\Delta E = \pi_{TL} - \pi_{US}$$

burada E döviz kurundaki değişme, π_{TL} Türkiye'de fiyat artış oranı, π_{US} Amerika'daki fiyat artış oranını gösterir.

Bu denkleme göre, iki ülke arasındaki nominal döviz kurundaki artış, o ülkelerdeki enflasyon oranları arasındaki farka eşit olmalıdır. Türkiye'deki enflasyon oranının yükselmesi, nominal döviz kurunu artırır ve Türk Lirası değer kaybeder.

Satın Alma Gücü Paritesi Döviz Kurlarındaki Değişiklikleri Açıklayabiliyor mu?

Yapılan araştırmalar tek fiyat kanunu ve satın alma gücü paritesinin her zaman geçerli olmadığını gösterir. Örneğin, İngiltere'de 1980-1985 yılları arasında genel fiyat düzeyi çok artmıştır. Bu dönemde pound'un dolar karşısında değer kaybetmesi beklenirken pound'un değer kazandığı görülmüştür. Bu ve bunun gibi örnekler bize

satın alma gücü paritesinin döviz kurlarındaki değişiklikleri açıklamada yetersiz kaldığını göstermektedir. Bunun sebeplerini şu şekilde açıklayabiliriz:

- Satın alma gücü paritesi malları homojen kabul eder ancak mallar homojen olmayabilir.
- Satın alma gücü paritesi taşıma maliyetini sıfır kabul eder. Oysa gerçek hayatta taşıma maliyetleri vardır.
- Satın alma gücü paritesi tüm malların kolayca taşınmasının yapılabileceği varsayımı altında hareket eder. Ancak bazı mallar fiziki olarak taşınamazlar.
- Satın alma gücü paritesi genel fiyat düzeyini dikkate alır. Ancak genel fiyat düzeyi endekslerle belirlenir ve uygulanan endeksler her ülkede farklı yöntemlerle hesaplanabilir.
- Satın alma gücü paritesi ticaret engellerinin ve kotaların olmadığını varsayar. Gerçekte ülkeler farklı kota ve tarifeler uygularlar.

13.3 Döviz Kurlarının Diğer Belirleyicileri

Döviz kurlarını etkileyen diğer faktörler şunlardır:

1. Ticaret Engelleri

Türkiye, ABD'ye kota uygulamaya karar verirse → dolar talebi ↓ → ABD malına olan talep ↓ → doların fiyatı ↓ → Türk Lirası değer kazanır.

2. Tercihler

ABD malına olan talep ↓ → dolar talebi ↓ → dolar fiyatı ↓ → Türk Lirası değer kazanır.

3. İthalat – İhracat

İthalat ↑ → dolar talebi ↑ → dolar fiyatı ↑ → Türk Lirası değer kaybeder.

İhracat ↑ → dolar girişi olur → dolar fiyatı ↓ → Türk Lirası değer kazanır.

4. Görelî Verimlilik

Türkiye’de verimlilik artarsa → Türk Lirası değer kazanır → üretim maliyeti
↓ → malların fiyatı ↓ → ihracat artar → Türk Lirası değer kazanır.

13.4 Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Portföy Yaklaşımı

Her ne kadar ithalat ve ihracat işlemleri döviz kurlarının belirlenmesinde önemli rol oynasa da, son dönemlerde sermaye hareketlerinin de serbestleşmesiyle portföy hareketleri de döviz kurlarını etkileyen önemli faktörlerden biri olmuştur. Amerika’da döviz işlemlerinin az bir kısmının ithalat ve ihracat için yapıldığı, döviz işlemlerinin daha çok finansal yatırım ve portföy oluşturmak için gerçekleştirildiği görülmüştür. Bu durumda, döviz kurundaki değişimleri açıklayabilmek için bir ‘portföy yaklaşımı’ kullanılmaya başlandı. Bu yaklaşıma göre, döviz bir varlık gibi düşünerek, arz ve talebini etkileyen faktörlerden söz edeceğiz.

Bu modelde, yatırımcıların önünde yerli para ve yabancı para cinsinden aktifler tutmak şeklinde iki tercih var. Yatırımcı ya 100 TL’lik hazine tahvili alacak ya da 100TL’lik yabancı para (diyelim mi dolar) alacak. Yatırımcılar, hangi aktifin getirisi fazlaysa onu tercih edecekler, bu aktife olan talep onun fiyatını artıracak, bu da döviz kurunu etkileyecektir.

Yerli yatırımcı parasını Türk Lirası cinsinden bir aktifte tutarsa getirisi ne olur?

TL getirisi= TL cinsinden aktiflerin faizidir. Bunu i_{TL} olarak gösterelim. Bu durumda geriri:

$$R^{TL} = i^{TL} \quad (13.1)$$

Yerli yatırımcı parasını yabancı para cinsinden bir aktifte tutarsa getirisi ne olur?

Yerli aktifi tutan yatırımcı hem bu aktifteki değer değişikliğinden faydalanacak hem de faiz geliri elde edecek. Bu durumda getiri:

$$R^{\$} = i^{\$} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad (13.2)$$

burada $R^{\$}$ yabancı aktif tutmanın getirisi, E_{t+1}^e beklenen döviz kuru, E_t ise cari döviz kurudur.

Denklem (1.2)'deki ikinci terim ($\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$) Türk Lirası'nın dolar karşısındaki değer değişimini verir.

13.4.1 Faiz Paritesi Koşulu

Faiz paritesi koşulu, yerli ve yabancı tahvillerin ulusal para cinsinden aynı beklenen getiri oranına sahip olmaları demektir. Bu koşula göre, döviz kuru dengedeysen yerli ve yabancı aktiflerin getirisi eşit olmalıdır. Denklem (1.1) ve denklem (1.2)'yi kullanarak faiz paritesi koşulunu aşağıdaki gibi ifade ederiz:

$$i_{TL} = i^{\$} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad (13.3)$$

Faiz paritesi koşulu için iki şart sağlanmalıdır:

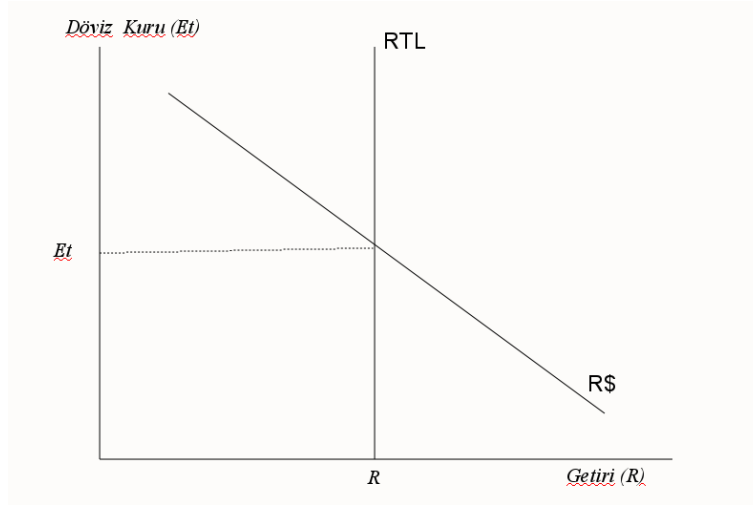
- Sermayenin tamamen serbest olması, sermaye kontrollerinin olmaması gerekir.
- İki para biriminin birbirinin ikamesi olması gerekir.

Döviz Piyasasında Denge

Faiz paritesi koşuluna göre döviz kuru nasıl belirlenir?

Yerli aktiflerin getirisi (R_{TL}), yabancı aktiflerin getirisinden (R_{US}) fazlaysa, yerli para talebi yani TL talebi artar, TL değer kazanır. Tam tersi durumda yani yabancı aktiflerin getirisi fazlaysa, TL değer kaybeder. Buna göre döviz piyasasında denge, yerli ve yabancı aktiflerin getirilerinin eşitlendiği noktada oluşur. Şekil 1.1., döviz piyasasında denge durumunu gösterir.

Bu grafikte yerli para cinsinden aktiflerin getirisini (i_{TL}) dikey eksene paralel olarak gösterdik. Bu, yerli aktiflerin faizinin merkez bankasınınca belirlendiği varsayımına dayanır. Yabancı aktiflerin getirisi ise negatif eğimli bir eğriyle gösteriliyor.



Şekil 13.1: Döviz piyasasında denge.

Bunun sebebini denklem (1.2)'yi kullanarak açıklayabiliriz. Buna göre, cari döviz kuru E_t artarsa, $(\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t})$ terimi azalır. Bu, yabancı aktifin getirisinin azalması anlamına gelir.

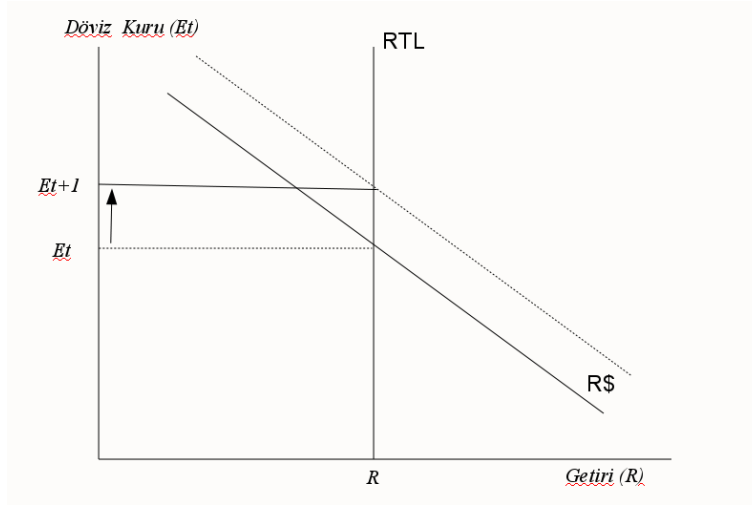
$$E_t \uparrow \rightarrow \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \downarrow \rightarrow R_{\$} \downarrow$$

13.5 Döviz Kurundaki Değişiklikler

Yerli veya yabancı aktiflerin getirisini etkileyen faktörler döviz kurunun da değişmesine sebep olur.

1. Yabancı Aktiflerin Getirisindeki Değişiklikler

Yabancı aktiflerin getirisi $R_{\$}$ artarsa, yabancı aktif getiri eğrisi sağa kayar. Şekil 1.2'de görüldüğü gibi döviz kuru yükselir, TL değer kaybeder.



Şekil 13.2: Yabancı aktifin getirisindeki değişiklik ve döviz piyasasında denge.

2. Yerli Aktiflerin Getirisindeki Değişiklikler

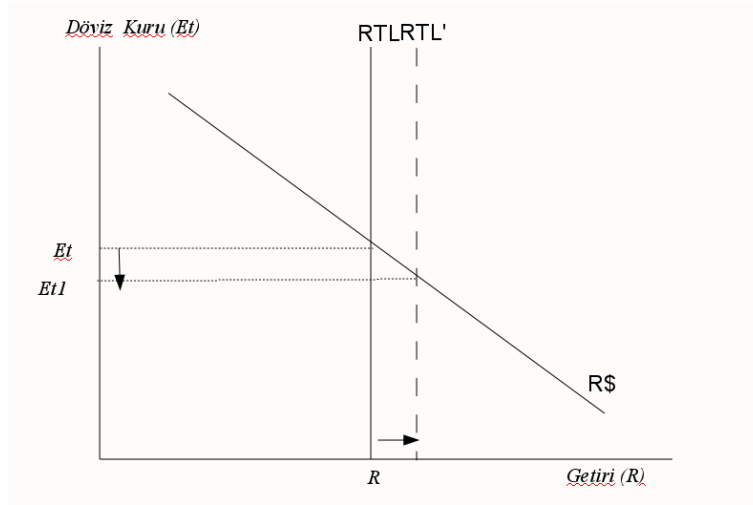
Yerli aktiflerin getiri R_{TL} artarsa, yerli aktifin getiri eğrisi sağa kayar. Şekil 1.3’de görüldüğü gibi döviz kuru düşer, TL değer kazanır. Şekil 1.3’te yüksek faiz politikasının nasıl düşük kura sebep olduğunu görüyoruz.

3. Para Arzındaki Değişiklikler

Monetarist yaklaşım para arzındaki değişikliklerin döviz kuru üzerinde iki etkisi olabileceğini söyler:

Kısa dönemde: Para arzının artması faizleri düşürür, TL cinsinden aktiflerin getiri i_{TL} düşer .

Uzun dönemde: Para arzının artması fiyat genel düzeyini artırır, satın alma gücü paritesine göre döviz kuru artar, TL’nin değeri düşer, Aynı zamanda, Türkiye’deki fiyat genel düzeyinin artması döviz kurunun beklenen değerini E_{t+1} de artıracığı için yabancı aktiflerin getiri de $R_{\$}$ artar. Böylece, yerli aktif getiri eğrisi sola kayarken, yabancı aktif getiri eğrisi sağa kayar.

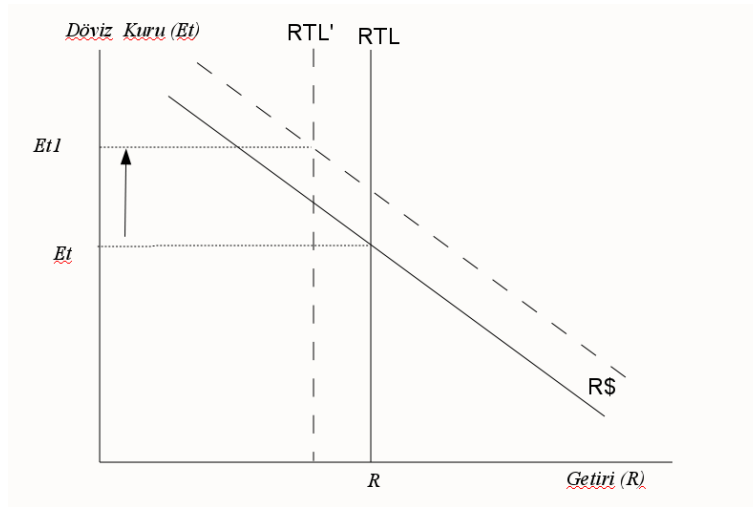


Şekil 13.3: Yerli aktifin getirisindeki değişiklik ve döviz piyasasında denge.

Okuma Listesi

Bu bölümde anlatılanların pekiştirilmesi için aşağıdaki kaynaklardan yararlanabilirsiniz:

- Mishkin (2009), Bölüm 17
- Özatay (2011), s:131-140.



Şekil 13.4: Para arzı artışı ve döviz piyasasında denge.

Bölüm 14

Para Politikası Rejimleri

Para politikası ile enflasyon arasında önemli bir ilişki olduğunu, merkez bankalarının para politikalarıyla enflasyonu etkileyebileceğini biliyoruz. Merkez bankalarının nihai hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu hedefi gerçekleştirmek için de çeşitli stratejiler kullanırlar. Bu bölümde belli başlı para politikası rejimlerini ele alarak, bunların avantaj ve dezavantajlarıyla Türkiye'deki uygulamalarından söz edeceğiz. Para politikası rejimlerini üç başlıkta inceleyebiliriz:

- Döviz Kuru Hedeflemesi
- Parasal Hedefleme
- Enflasyon Hedeflemesi

14.1 Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, tarihi çok eski olan bir hedeflemedir. Para politikasının döviz piyasası aracılığıyla yürütülmesine dayanır. Döviz kuru hedeflemesinde ulusal para enflasyonu düşük bir ülkenin para birimine bağlanarak ithalata konu olan malların fiyatlarının artması önlenir ve enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılır.

Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları

- Ekonomik birimler tarafından kolayca anlaşılabilir.

- Para politikasını otomatikçe bağlar.
- Merkez Bankası popülist politikalar izleyemez.
- İthalata konu olan malların fiyatlarının artması önlenir.

Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları

- Merkez Bankası bağımsız bir para politikası izleyemez.

Sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu ekonomilerde merkez bankası sabit döviz kuru politikası izlemek isterse, bağımsız para politikası izleyemez çünkü asıl amacı döviz kurunu korumaktır. Örneğin, merkez bankası işsizliği azaltmak için para arzını artırmak istesin. Bu durumda faizler düşer, sermaye yurtdışına çıkar, ulusal para değer kaybeder, kur yükselir. Merkez bankasının kuru korumak için müdahale etmesi ve piyasaya yabancı para satarak piyasadan yerli para alması gerekir. Sonuçta, para arzı tekrar azalır.

- Ülke, parasını bağlandığı ülkeye yönelik şoklardan etkilenir.

Örneğin;Fransa ve İngiltere enflasyonu düşürebilmek için 1987 yılında paralarını Alman markına bağladılar. 1990 yılında iki Almanya'nın birleşme sürecinde harcamaların artmasıyla, Almanya'da genişletici maliye politikası ve daraltıcı para politikası izlendi ve faizler arttı. Dolayısıyla faizler Fransa ve İngiltere'de de arttı. Bu ülkelerin merkez bankaları döviz kuru hedeflemesi nedeniyle genişletici para politikası izleyemediği için büyüme yavaşladı, işsizlik arttı. Sonuç olarak, bu ülkeler sabit kur hedeflemesinden vazgeçmek zorunda kaldılar.

- Ülke para birimini spekülasyon ataklarına açık hale getirir.

Yukarıdaki örnekte, İngiltere ve Fransa paralarının mark kurunu bir süre daha devam ettirebilirdi fakat spekülasyonlar bu ülkelerin merkez bankalarının artan işsizliğe rağmen sabit döviz kurunu koruyamayacağını düşünerek mark almaya başladılar. Bu atakla devalüasyon daha erken gerçekleşti.

- İktisadi birimler sabit kur ortamında aşırı risk alırlar.

Özellikle bankalar ve firmalar sabit kura güvenerek yabancı para cinsinden pozisyonlarını artırabilir, yurtdışından borçlanabilirler. Bir devalüasyon anında döviz kuru arttığı için borçları artar ve zararları çok olur.

Sabit kur hedeflemesine ek olarak farklı döviz kuru rejimleri de vardır:

- Dolarizasyon

Gayriresmi Dolarizasyon: Enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde o ülkenin para birimine güven olmadığı için işlemlerin yabancı para birimi ile yapılmasıdır. Örneğin, kiraların dolar cinsinden belirlenmesi, maaşların dolar, euro cinsinden ödenmesi gibi.

Resmi Dolarizasyon: Bir ülkenin tüm çabalarına rağmen enflasyonu düşürememesi üzerine kendi para birimini kullanmaktan vazgeçip yabancı para birimini kullanmaya başlamasıdır. Bu durumda Merkez bankası 'son ödeme mercii' görevini yerine getiremediği gibi, bağımsız para politikası da izleyemiyor. Resmi dolarizasyon uygulayan ülkelere örnek olarak Ekvator ve Panama verilebilir.

- Para Kurulu:

Para kurulu uygulamasında merkez bankası elindeki döviz rezervi kadar para basarak döviz kurunu korumaya çalışır. Bu şekilde enflasyonu düşürmeyi hedefler. Para kurulunun sağlaması gereken bazı koşullar vardır. Para kurulunun uygulanması için ekonomik birimlerin istedikleri zaman yerli para verip yabancı para almalarının kısıtlanması, Merkez Bankası'nın son ödeme mercii olarak görev yapmaması ve Merkez Bankasının yeterli rezervinin olması gerekir. Para kurulu uygulayan ülkeler bağımsız para politikası izleyemeyecekleri için, ülkelerinde işsizlik arttığında para kurulu uygulamasını bırakıp devalüasyon gerçekleştirmeleri gerekir. Bu da toplumun bir çok kesimi için sorunlara yol açar. Örneğin, daha önceki düşük sabit kurdan borçlananlar devalüasyondan sonra zarar ederler.

14.1.1 Döviz Kuru Hedeflemesi ve Türkiye Uygulaması

Sabit döviz kuru sistemi Türkiye’de enflasyon ile mücadele amaçlı olarak Ocak 2000-Şubat 2001 arasında uygulanmıştır. Bu programın özelliği artış hızı önceden belli olan döviz kuru sistemi belirlemesiydi. Buna göre 1 dolar ve 0,77 euro’ dan oluşan sepetin alacağı değerler önceden açıklandı. Bu programda bu döviz kurunun Haziran 2001’de sonlandırılacağı ve bu tarihten sonra döviz kurunun geniş bir bant içinde dalgalanmaya bırakılacağı belirtildi. Fakat Şubat 2001’deki kriz nedeniyle sabit kur uygulaması hedeflenen tarihten önce çöktü.

14.2 Parasal Hedefleme

Daha önceki konularda, para arzı artışlarının enflasyona sebep olduğundan bahsettik. Merkez bankaları enflasyonu düşürmek için para arzı, parasal taban, ticari bankaların rezervleri, serbest rezervler gibi parasal büyüklüklerin artış hızına sınırlama getirebilir. Buna parasal hedefleme denir. Parasal büyüklükler düzey olarak veya büyüme oranı olarak belirlenebilir. Enflasyonu önlemek için parasal büyüklüklerin kullanılması görüşü monetaristler tarafından dile getirilmiştir. Kanada, Amerika ve İngiltere gibi ülkeler 1970’lerden sonra parasal hedefleme stratejisini kullanmıştır. Bu strateji bazı dezavantajlarından dolayı 1990’lı yıllarda büyük ölçüde terk edilmiştir. Bu dezavantajları şöyle sıralayabiliriz:

- İktisadi birimler için anlaşılması zor bir hedefleme olabilir.
- Merkez bankası bir parasal büyüklük belirleyecekse bu büyüklük ne olmalıdır? Merkez bankası M1’i mi M2’yi mi kullanmalıdır? Merkez Bankasının belirlediği parasal büyüklüğün enflasyon ile doğrudan ilgili olması gerekir. Bu durumda hangi parasal büyüklüğün belirleneceği sıkıntı yaratır.
- Özellikle sermaye hareketleri tamamen serbestse ve sürekli yeni finansal enstrümanlar ortaya çıkıyorsa Merkez Bankasının daha önceden belirlediği parasal büyüklük önemini kaybetmiş olabilir.
- Parasal büyüklüklerin etkisi gecikmeli olarak ortaya çıkabilir.

- Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi faizlerde oynaklığa, dolayısıyla ekonomide istikrarsızlığa sebep olabilir. 1970 ve 1980li yıllarda parasal hedeflemenin uygulandığı ülkelerde faizlerde büyük dalgalanmalar olduğu görülmüştür.

14.2.1 Parasal Hedefleme ve Türkiye Uygulaması

1985–86–87–89 yıllarında Merkez Bankası M2 para arzına dayanan bir parasal hedefleme stratejisi izlemiştir. Ancak enflasyonu düşürmede başarılı olunamamış ve parasal hedefleme terk edilmiştir. 2000 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşmasıyla parasal hedefleme tekrar uygulamaya konulmuştur. Bu programda IMF, TCMB'nin net iç varlıklarına üst sınır koyarak parasal tabanının artırılmasını sınırlandırdı. Bunun sebebi TCMB'nin Hazineye kısa vadeli avas kullandırarak bankalara fazla likidite kullandırmasını önlemektir. Ancak, bu program da enflasyonu düşürmekte başarısız oldu. Türkiye'de parasal hedeflemenin olumlu sonuçlar vermemesinin bir nedeni parasal hedeflemenin uygulandığı dönemlerde mali disiplin sağlanamadığı için bütçe açıklarının artması, bu bütçe açıklarının finanse edilebilmesi için TCMB'nin Hazine'ye kısa vadeli avans vermesi, bunun da TCMB'nin net iç varlıklarını artırarak parasal genişlemeye yol açmasıdır.

14.3 Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak için para politikası araçlarını nasıl kullanacağını açıklamasıdır. Bu stratejide fiyat düzeyi yerine doğrudan enflasyon oranı hedeflenir. Enflasyon hedeflemesinde merkez bankası enflasyon oranı için nokta hedefi veya aralık hedefi seçebilir. Nokta hedef uygulamasında tek bir enflasyon oranı açıklanırken, aralık hedef uygulamasında enflasyon oranının hareket edeceği bir bant belirlenir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında aralık hedefi açıklanmasının enflasyonla mücadelede daha başarılı sonuçlar verdiği ileri sürülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmış, bunu Kanada, İsrail, Avustralya, İspanya gibi ülkeler izlemiştir. Türkiye'de de 2001 yılından beri enflasyon hedeflemesi uygulanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulama-

larının genelde başarılı olduğu görülmüştür. Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için bazı önkoşulların gerçekleşmesi gerekir. Bu koşullar şunlardır:

- Bir ülke enflasyon hedeflemesine geçiyorsa döviz kuru ve faiz oynaklıklarına karşı dirençli olması gerekir.
- Merkez Bankasının bağımsız olması gerekir.
- Enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için finansal piyasaların istikrarlı ve ikincil piyasaların gelişmiş olması gerekir.
- Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinde hükümet ile işbirliği içinde olmalı ve hükümet kamuda mali disiplini sağlamalıdır. Mali disiplin olmazsa enflasyonla mücadele başarılı olamaz.
- Şeffaflık: Para politikasını yönlendirenlerin planları ve amaçları hakkında halkın bilgilendirilmesi gerekir.
- Enflasyon hedefinin önceden ilan edilmesi gerekir.
- Hesap verebilirlik: Enflasyon hedeflerine ulaşmak konusunda merkez bankası hesap verebilmelidir.

Enflasyon hedeflemesinin avantajları:

- Para politikasının ülkedeki ekonomik koşullara odaklanmasına izin verir.
- Şeffaf para politikaları izlenmesini ve merkez bankalarının hesap verebilirliğinin artırılmasını sağlar.

14.3.1 Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı

Para politikasının yürütülmesinde kurala bağlı-duruma bağlı (ihtiyari) politikalar ayrımı literatürde sıkça yapılmaktadır. Duruma bağlı politikaları destekleyenler, değişen iktisadi koşullara göre para politikalarının belirlenmesi gerektiğini söylerken, kurala bağlı politikaları benimseyenler para politikalarında keyfilikten kaçınılması

amacıyla kurala dayalı politikaların önemini vurgularlar. Son yıllarda bir çok ülkenin enflasyon hedeflemesine geçmesi ile birlikte para politikası kuralları ile ilgili çalışmalar artmıştır. 1993 yılında John Taylor tarafından geliştirilen Taylor Kuralı¹, para politikası kuralını tanımlamak için kullanılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir çok merkez bankası kısa dönem faizleri temel politika aracı olarak belirlediği için kısa dönem faizler ile enflasyon arasındaki ilişkinin nasıl olduğu önemlidir. Taylor Kuralı, merkez bankalarının enflasyon ve çıktıdaki değişikliklere karşı faiz oranlarını nasıl değiştirmesi gerektiğini gösteren bir denklemdir. Taylor denklemi aşağıdaki gibi ifade edilir.

$$i_t = (r_t + \pi_t^*) + \beta(\pi_t - \pi_t^*) + \alpha y_t \quad (14.1)$$

burada i_t hedeflenen faiz oranını, r_t denge reel faiz oranını, π^t enflasyon oranını, π_t^* hedeflenen enflasyon oranını, $\pi_t - \pi_t^*$ gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden sapmasını ve y_t çıktı açığını göstermektedir. Taylor, makalesinde ABD için enflasyon hedefini ve denge reel faiz haddini yüzde iki, β ve α katsayılarını ise 0,5 olarak almıştır. Bu kurala göre, enflasyondaki %1'lik artışa karşılık, merkez bankası faiz oranlarını %1'den fazla artırmalıdır. Taylor bu değerleri kullanarak bu kuralın 1987-1992 dönemindeki ABD para politikasını oldukça iyi açıkladığını göstermiştir.

14.3.2 Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Açık Enflasyon Hedeflemesi

- Örtük enflasyon hedeflemesinde hesap verme zorunluluğu yokken açık enflasyonda vardır.
- Örtük enflasyon hedeflemesinde karar alma mekanizmaları kurumsallaşmamıştır, para politikası kurulu sadece danışma işlevi görür. Düzenli aralıklarla toplantı yapmaz, toplantı tarihleri önceden bildirilmez. Açık enflasyon hedeflemesinde ise para politikası kurulu her ay toplantı yapar, aldığı kararlar kamuoyu ile paylaşılır. Şeffaflık esastır.

¹John Taylor, Discretion versus Policy Rules in Practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, p:195-214, 1993

- Örtük enflasyon hedeflemesinde enflasyon raporu yayınlanmazken, açık enflasyon hedeflemesinde bu rapor düzenli aralıklarla yayınlanır.

14.3.3 Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Uygulaması

Türkiye’de 2002-2005 dönemleri arasında örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 yılından beri de açık enflasyon hedeflemesi uygulanmaktadır. Türkiye’de önce örtük enflasyon hedeflemesinin uygulamaya koyulmasının sebebi, açık enflasyon hedeflemesine geçişin erken olduğunun düşünülmesiydi. Bunun sebebi de yukarıda sayılan enflasyon hedeflemesi için gerekli önkoşulların hepsinin sağlanamamış olmasıydı. Bunlar; döviz kurundaki dalgalanmaların enflasyon üzerinde etkili olması ve bankacılık sisteminde gerekli düzenlemelerin henüz gerçekleştirilmemiş olmasıydı. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğinin zedelenmemesi için öncelikle örtük enflasyon hedeflemesi uygulandı. Bu strateji başarılı oldu ve enflasyon hedeflerine çok yaklaşıldı. 2005 yılı itibarıyla, artık açık enflasyon hedeflemesine geçildi. Buna göre, para politikası kurulunun her ay düzenli olarak toplantı yapmasına ve aldığı kararları kamuoyuna duyurmasına, TCMB’nin her üç ayda bir enflasyon raporu yayınlamasına ve nokta hedeflerin üç yıllık dönemler için açıklanmasına karar verildi.

Aşağıdaki tabloda enflasyon hedeflemesi stratejisi kapsamında hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları görülmektedir. 2002-2005 yılları arasında hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları birbirine oldukça yakındır. Ancak 2006, 2007 ve 2008 yıllarında hedeflerden sapmalar büyüktür. 2006 yılında küresel mali piyasalardaki gelişmelerle birlikte döviz kurunun artması, 2007’de siyasi belirsizliğin artması (Cumhurbaşkanlığı seçimleri ve erken genel seçimlerin yapılması) ve mali disiplinin azalması, 2008’de küresel finansal krizin etkisiyle döviz kurunda dalgalanmaların yaşanması, enerji ve emtia fiyatlarının artması gibi sebeplerden dolayı hedefler gerçekleşememiş ve TCMB hedeflerini değiştirmiştir. Örneğin daha önce %4 olarak açıklanan 2009 yılı enflasyon hedefi % 6,5 olarak değiştirilmiştir.

Türkiye’de Enflasyon hedeflemesi

Yıl	Hedef	Gerçekleşme
2002	35	29,7

2003	20	18,4
2004	12	9,3
2005	8	7,7
2006	5	9,6
2007	4	8,4
2008	4	10,01
2009	7,5	6,5
2010	6,5	6,4
2011	5,5	-
2012	5	-

Kaynak: TCMB web sayfası www.tcmb.gov.tr

14.3.4 Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarından birinin merkez bankasının bağımsızlığı olduğunu söylemiştik. Bazı ekonomistler, merkez bankasının siyasi otoritelerden bağımsız hareket etmesi gerektiğini savunurken bazıları da Hükümetin para politikası konusunda yetkisinin daha fazla olması gerektiğini ileri sürer.

Merkez Bankalarının bağımsız olması gerektiğini vurgulayan ekonomistlere göre; özellikle az gelişmiş ülkelerde, sermaye yetersizliği ve kaynakların etkin kullanılmaması gibi nedenlerden dolayı, hükümetlerin kaynak ihtiyacını emisyonla gidermelerini ve bütçe açıklarını bu yolla finanse etmeye çalışmalarını önlemek için merkez bankalarının para politikalarını uygularken hükümetten bağımsız olmaları gereklidir. Aksi takdirde, bütçe açıklarının finansmanı için sürekli para basılması enflasyona sebep olur ve bu bütçe açıkları kontrol altına alınmadan enflasyonla mücadele başarılı olamaz.

Ancak bu görüşe karşı çıkan ekonomistler de vardır. Friedman gibi bazı ekonomistler, merkez bankasının siyasi otorite tarafından etkin olarak denetlenmesi gerektiği görüşündedirler. Bu yaklaşıma göre, halk ekonomideki sorunlardan dolayı

seçimle işbaşına getirdiği hükümeti sorumlu tutacağı için hükümetin para politikası konusunda daha fazla yetkiye sahip olması gerekir.

Merkez Bankasının Bağımsızlığının Türleri ve Kriterleri

Merkez Bankasının bağımsızlığının türleri genel olarak araç ve amaç bağımsızlığı, yasal bağımsızlık, fiili bağımsızlık, politik bağımsızlık ve ekonomik bağımsızlık olarak sınıflandırılmaktadır.

Amaç bağımsızlığı, merkez bankalarının amaçlarını kendilerinin belirlemesidir. Araç bağımsızlığı ise merkez bankalarının amaçlarına ulaşmak için kullanmaları gereken para politikası araçlarını kendilerinin belirlemesidir.

Yasal bağımsızlık; merkez bankalarının yönetim ve yürütmeye ilgili tüm organlarının, siyasi otoriteden bağımsız olarak serbestçe karar alabilme ve hareket edebilmelerini sağlamak üzere gerekli yasal düzenlemelerin yapılmasıdır. Ancak, yasal bağımsızlığın olması merkez bankalarının fiili olarak da bağımsız olacağı anlamına gelmemektedir. Bu, ülkedeki siyasi yapıya, siyasi geleneklere, merkez bankasının bağımsızlığını sağlayan yasalara verilen öneme bağlı olarak değişir.

Politik bağımsızlık, merkez bankasının kendi politika hedeflerini hükümetin etkisi olmaksızın belirleyebilme yetisidir. Politik bağımsızlık, Merkez bankası ve hükümet arasında var olan kurumsal ilişkiye, merkez bankası başkanının göreve atanma ve görevden alınma biçimine, hükümet temsilcilerinin bankanın yönetimindeki etkisine bağlı olarak değişmektedir.

Ekonomik bağımsızlık, merkez bankasının para politikası araçlarını herhangi bir kısıtlama olmadan kullanabilmesidir. Burada önemli olan, merkez bankasının kamu kesimine kredi vermesinin yasaklanmasıdır. Merkez bankası, para politikası araçlarını kullanmakta ne kadar serbest davranabiliyorsa, o kadar ekonomik bağımsızlığa sahiptir.

TCMB'nin Bağımsızlığı

25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanunu'nda yapılan değişikliklerle, TCMB'nin bağımsızlığı ile ilgili bazı değişiklikler yapılmıştır. Her şeyden önce yasayla, TCMB'nin

temel amacı fiyat istikrarı olarak belirtilmiştir. TCMB'nin araç bağımsızlığı da bu değişikliklerle vurgulanmış ve TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen politikaları kullanmaya yetkili olduğu belirtilmiştir. Yasa'da yapılan bir başka değişiklik TCMB ekonomik bağımsızlığa da sahip olmuştur. Bu yasa değişikliğinden önce TCMB'nin Hazine'ye kısa vadeli avans açmasına izin verilirken, bu değişiklik TCMB'nin kamu kurumlarına kredi açmasına izin veren maddeler de kaldırılmıştır.

14.4 Türkiye'de 1980-2010 Dönemleri Arasında Para Politikası Uygulamaları

Türkiye'de uygulanan para politikalarını daha iyi anlayabilmek için, bu politikaları gerçekleştirdikleri dönemin şartlarına göre değerlendirmek gerekmektedir. Bu bölümde son dönemlerde para politikası uygulamalarından kısaca söz edeceğiz.

14.4.1 1980-1989 Döneminde Para Politikası

1980 öncesinde ekonomideki temel sorunlar; artan ödemeler dengesi açığı, enflasyon, düşük kapasite kullanımı, iç ve dış finansman sıkıntısı ve giderek artan dış borç sorunlarıydı. Bu sorunların çözümü için hükümet, 24 Ocak 1980' de ortodoks bir istikrar programını uygulamaya başladı. Bu istikrar programının ana unsurları, gerçekçi döviz kuru ve faiz politikaları, dış ticaretin serbestleştirilmesi ve finansal serbestleşme olarak belirlenmişti. Bu politikalar uygulamanın ilk yıllarında enflasyonun önlenmesinde başarılı olmuş fakat ortaya çıkan banker krizi nedeniyle faizlerin yeniden kontrol altına alınmasıyla sonuçlanmıştır. Bu dönemde para politikasının en önemli özelliği, maliye politikasına bağımlı olmasıdır. TCMB gerektiğinde Hazine'ye kısa vadeli avans kullanıyordu. Ayrıca, özel sektör kredi talebi de merkez bankası kaynaklarından karşılanıyordu.

1980'lerin sonlarına doğru özellikle 1987 yılındaki seçimlere bağlı olarak, genişletici para ve maliye politikaları uygulanması bütçe açığını ve enflasyonu artırdı. Ekonomik ve siyasi belirsizlikler nedeniyle Türk Lirasından kaçış başladı ve Türk Lirası değer kaybetti. Merkez bankası, Türk Lirasının değer kaybını önlemek için

piyasaya dolar sürdü, döviz mevduatlarına ve vadesiz mevduatlara uygulanan karşılık oranını artırdı. Bu daraltıcı para politikası sonucunda döviz piyasasında istikrar sağlandı ancak enflasyon düşürülemedi.

14.4.2 1989-1994 Döneminde Para Politikası

1989 yılında ekonomide önemli yapısal değişikliklere gidilmiştir. Öncelikle kamu açıklarının finansmanında ağırlık Merkez Bankası kaynaklarından iç borçlanmaya doğru çevrilmiş ve kredi genişlemesi durdurulmuştur. Bir başka önemli gelişme ise, sermaye hareketlerinin liberalleşmesidir. Böylece, döviz alım-satımı, sermaye transferi gibi konularda serbestlik getirilmiştir. 1990 yılında uygulanan yeni para programıyla, net iç yükümlülük, net dış varlık, ve merkez bankası parasına konulan sınırlamalar ile toplam bilanço büyüklüğü kontrol altına alındı. 1992 yılında, merkez bankası parasını kontrol eden yeni bir parasal hedefleme programı uygulandı. Ancak, bütçe açıklarının beklenenden daha hızlı artması sonucu hedeflenen enflasyon oranları tutturulamadı. Bu dönemde merkez bankası piyasaların istikrarlı bir şekilde çalışması için döviz kurlarına müdahale ediyordu.

1989-1994 döneminde izlenen bu kur politikası nedeniyle, ihracat ve dış ticaret dengesi olumsuz bir şekilde etkilenmiştir. Kurların artmasıyla açık pozisyonlarını kapatmaya çalışan kurumların döviz taleplerinin artması kurları iyice artırmış ve devalüasyon gerçekleşmiştir. 1994 yılında ortaya çıkan ekonomik krizde bütçe açıklarının artması ve bunun merkez bankası kaynaklarıyla finanse edilmesi önemli bir rol oynamıştır. Sonuçta 5 Nisan 1994 İstikrar paketi uygulanmaya koyulmuştur. 5 Nisan kararlarının ana unsurları; bir defaya mahsus çıkarılan vergiler, KİT'lerin satışı, kamu harcamalarının kısılması, kamu çalışanlarının ücretlerinin sınırlandırılması yoluyla bütçe açıklarının azaltılması, döviz kurlarının tespitinin piyasa şartlarına bırakılmasıdır. 5 Nisan Kararlarıyla para politikası finansal piyasaların istikrarını sağlamayı ve döviz rezervlerini artırmayı amaçlamıştır. 1995 yılında IMF ile yeni bir anlaşma imzalanmış ve merkez bankası bilançosundaki net iç varlıklar ve net dış varlıklar kalemlerine hedefler konulmuştur. Döviz kuru politikasının da enflasyona paralel olarak yürütülmesi, para ve maliye politikaları arasında uyumun sağlanması öngörülmüştür. Ancak bu parasal hedefleme programı da başarılı olamamıştır. Ülkedeki siyasi belirsizlik ve artan bütçe açıkları nedeniyle enflasyonist beklentilerin

artması döviz kurunun artmasına sebep olmuştur. Merkez bankası, dövizle ilgili spekülasyon hareketleri önlemek amacıyla vadeli döviz işlem piyasasını açmıştır. TCMB aldığı önlemlerle döviz kurlarını kontrol altında tutmayı başarmıştır.

14.4.3 1996-2000 Döneminde Para Politikası

Bu dönemde kısa süreli koalisyon hükümetlerinin oluşturulması ekonomik belirsizliklere yol açmıştır. Dolar değer kazanmış ve faizler düşmüştür. Bu dönemde uygulanan para politikasının temel amacı finansal piyasalarda istikrarı korumak ve ani fiyat değişikliklerini önlemek olmuştur. Piyasalarda artan belirsizlikler sonucunda finansal istikrarı sağlamak enflasyonla mücadele amacının önüne geçmiştir. 1996 ve 1997 yıllarında hedeflenen parasal büyüklük rezerv para olmuştur. 1998 yılında enflasyonla mücadele de para politikası amaçları arasına alınmıştır. 1998 yılında IMF ile bir anlaşma imzalanmış ve hedef büyüklük rezerv para yerine net iç varlıklar olarak belirlenmiştir. Yılın ilk yarısında piyasalarda istikrarın sağlanması ve enflasyonun da düşüş eğilimine girmesine rağmen, Rusya’da ortaya çıkan krizin yarattığı ekonomik belirsizlik ve erken seçim kararının yarattığı siyasi belirsizlik nedeniyle TCMB hedeflerinde revizyona gitmiştir.

1999 yılında seçim sonrası belirsizliklerin azalmasıyla birlikte IMF ile yeni bir anlaşma imzalanmıştır. Bu anlaşmaya göre, enflasyonun 2002 yılı itibariyle tek haneli rakamlara düşürülmesi hedeflenmiş ve tüm politikaların bu hedefle uyum içinde olması esas kabul edilmiştir. Buna göre sabit kur sistemi benimsenmiş ve 1 Amerika doları ile 0.77 euro’dan oluşan bir kur sepetinin günlük değeri bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde açıklanmıştır.

14.4.4 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Para Politikası

Bu program 2000 yılının Kasım ayına kadar başarıyla uygulanmıştır. Ancak Kasım 2000 tarihinde bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar nedeniyle programa olan güven sarsılmış ve devalüasyon beklentileri ortaya çıkmıştır. TCMB, artan döviz talebini karşılamak için döviz satmış ve rezervleri azalmıştır. IMF’nin ek rezerv kolaylığı sağlaması ve merkez bankasının sıkı para politikası uygulaması sonucunda bir süre istikrar sağlanmıştır. Ancak likiditenin aşırı kısılması faiz oranlarının çok

aşırı derecede yükselmesine yol açmıştır. Bunun yanında, reel ekonomide yaşanan sorunlar ve siyasi bir krizin ortaya çıkmasıyla birlikte sabit kur politikasının uygulanabilirliği kalmamış ve 22 Şubat 2001’de TCMB dalgalı kur sistemine geçileceğini açıklamıştır. Böylece TL’nin değerinde fiilen %35-40 civarında bir devalüasyon gerçekleşmiştir.

2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarındaki krizlerden sonra “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” başlığı altında yeni bir istikrar paketi açıklanmıştır. Bu programın temel hedefleri, enflasyon oranının düşürülmesi, kamu maliyesinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve ekonomik büyümenin önündeki yapısal engellerin ortadan kaldırılmasıdır.

2001 yılında uygulanmaya başlanan programla merkez bankası kanununda önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu dönemde, serbest dalgalı kur rejimi benimsenmiş ve para tabanı nominal çapa olarak kullanılmıştır. 2002-2006 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş ve 2006’dan sonra açık enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. 2002 yılı seçimlerinde tek parti iktidarının kurulması ekonomiye olan güveni artırmış ve enflasyonda düşüş sağlanmıştır. Ancak bu dönemde Türk Lirası aşırı değerlenmiş ve cari açık artmıştır.

Okuma Listesi

Bu bölümde anlatılanların pekiştirilmesi için aşağıdaki kaynaklardan yararlanabilirsiniz:

- Mishkin (2009) Bölüm 16.
- Keyder (2008), s.116-151.
- Günal (2007), s.349-377
- TCMB web sayfasında yer alan enflasyon raporları www.tcmb.gov.tr

UADMK Açık Lisans Bilgisi

İşbu belge, “Creative Commons Attribution-Non-Commercial ShareAlike 3.0 Unported” (CC BY-NC-SA 3.0) lisansı altında bir açık ders malzemesi olarak genel kullanıma sunulmuştur. Eserin ilk sahibinin belirtilmesi ve geçerli lisansın korunması koşuluyla özgürce kullanılabilir, çoğaltılabilir ve değiştirilebilir. Creative Commons örgütü ve “CC-BY-NC-SA” lisansı ile ilgili ayrıntılı bilgi “<http://creativecommons.org>” adresinde bulunmaktadır. Bu para teorisi ve politikası ders notları setinin tamamına “<http://www.acikders.org.tr>” adresinden ulaşılabilir.

A. Yasemin Yalta
Hacettepe Üniversitesi
Nisan 2020 