

## 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.

## Yapısalcı ve İndirgenmiş Modellerin Karşılaştırılması

### Yapısalcı Modelin Avantaj ve Dezavantajları

- Yapısalcı model paranın ekonomik aktiviteleri etkileme kanallarından bahsettiği için yapısalcı 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 ulaşılmıştır. 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 yüksekti<sup>1</sup>, 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 ilgilidir<sup>2</sup>. Monetaristlere göre para arzı dışsaldır, bu nedenle toplam hasıladan etkilenmez, toplam hasılayı etkiler.

<sup>1</sup>Burada 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.

<sup>2</sup>Para arzının içselliği ile ilgili tartışmalardan 5. Haftadaki derste bahsetmiştik

- **İstatistiksel Bulgu**

Monetaristler, Keynescilerin 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)  $\uparrow$   $\rightarrow$  faizler  $\downarrow$   $\rightarrow$  yatırımlar  $\uparrow$   $\rightarrow$  toplam hasıla  $\uparrow$

- **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)  $\uparrow$   $\rightarrow$  faizler  $\downarrow$   $\rightarrow$  sermaye çıkışı  $\uparrow$   $\rightarrow$  ihracat  $\uparrow$   $\rightarrow$  toplam hasıla  $\uparrow$

- **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

# 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 