

T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ YAYINI NO: 2635
AÇIKÖĞRETİM FAKÜLTESİ YAYINI NO: 1603

PARA TEORİSİ

Yazarlar

Doç.Dr. Muharrem AFŞAR (Ünite 1)

Yrd.Doç.Dr. Bilge Kağan ÖZDEMİR (Ünite 2, 5, 6, 7)

Yrd.Doç.Dr. Bengül Gülümser ARSLAN (Ünite 3, 4, 8)

Editör

Prof.Dr. Sevgi GEREK



ANADOLU ÜNİVERSİTESİ

Bu kitabın basım, yayım ve satış hakları Anadolu Üniversitesine aittir.
“Uzaktan Öğretim” tekniğine uygun olarak hazırlanan bu kitabın bütün hakları saklıdır.
İlgili kuruluştan izin almadan kitabın tümü ya da bölümleri mekanik, elektronik, fotokopi, manyetik kayıt
veya başka şekillerde çoğaltılamaz, basılamaz ve dağıtılamaz.

Copyright © 2012 by Anadolu University
All rights reserved

No part of this book may be reproduced or stored in a retrieval system, or transmitted
in any form or by any means mechanical, electronic, photocopy, magnetic tape or otherwise, without
permission in writing from the University.

UZAKTAN ÖĞRETİM TASARIM BİRİMİ

Genel Koordinatör

Doç.Dr. Müjgan Bozkaya

Genel Koordinatör Yardımcısı

Arş.Gör.Dr. İrem Erdem Aydın

Öğretim Tasarımcıları

Prof.Dr. Cengiz Hakan Aydın

Yrd.Doç.Dr. Evrim Genç Kumtepe

Grafik Tasarım Yönetmenleri

Prof. Tevfik Fikret Uçar

Öğr.Gör. Cemalettin Yıldız

Öğr.Gör. Nilgün Salur

Dil Yazım Danışmanı

Okt. Nilay Girişen

Grafikerler

Aysun Şavh

Hilal Küçükdağışan

Kitap Koordinasyon Birimi

Uzm. Nermin Özgür

Kapak Düzeni

Prof. Tevfik Fikret Uçar

Öğr.Gör. Cemalettin Yıldız

Dizgi

Açıköğretim Fakültesi Dizgi Ekibi

Para Teorisi

ISBN
978-975-06-1303-6

1. Baskı

Bu kitap ANADOLU ÜNİVERSİTESİ Web-Ofset Tesislerinde 43.000 adet basılmıştır.
ESKİŞEHİR, Temmuz 2012

İçindekiler

Önsöz vii

Finansal Sistemin Unsurları	2
FİNANSAL SİSTEM VE ÖNEMİ	3
FİNANSAL SİSTEMİN YAPISI.....	4
FİNANSAL PİYASALAR VE TÜRLERİ	6
Para ve Sermaye Piyasaları.....	7
Birincil ve İkincil Piyasalar	7
Organize ve Tezgah Üstü Piyasalar	9
FİNANSAL ARACILIK VE TÜRLERİ.....	10
Finansal Aracılık Türleri.....	10
FİNANSAL ARACILARIN İŞLEVLERİ	13
İşlem Maliyetlerinden Tasarruf Sağlama	13
Asimetrik Bilgi Sorununun Çözümü	14
Gömüleme Eğilimini Azaltma.....	15
Vade, Miktar ve Risk Ayarlama	16
FİNANSAL ARAÇLAR.....	16
Para Piyasası Araçları	17
Sermaye Piyasası Araçları	18
Özet	21
Kendimizi Sınayalım	22
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	23
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	23
Yararlanılan Kaynaklar.....	24

I. ÜNİTE

Para ve Ödemeler Sistemi	26
PARANIN TANIMI	27
Takas Ekonomisi	28
PARANIN İŞLEVLERİ	29
Değişim Aracı Olma.....	29
Hesap Birimi Olma	29
Değer Muhafaza Aracı Olma	30
ÖDEMELER SİSTEMİNİN GELİŞİMİ.....	30
Mal Para	31
İtibari Para	32
Çek.....	32
Elektronik Ödemeler ve E-Para.....	32
ULUSAL PARA KULLANIMININ ALTERNATİFLERİ	33
Dolarizasyon.....	33
Para Kurulu.....	34
Parasal Birlik.....	34
PARA MİKTARININ ÖLÇÜLMESİ.....	35
Para ile Enflasyon İlişkisine İlk Bakış: Paranın Miktar Teorisi.....	38
Özet	40
Kendimizi Sınayalım	41
Yaşamın İçinden	42
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	43
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	43
Yararlanılan Kaynaklar.....	44

2. ÜNİTE

3. ÜNİTE

Faiz Oranlarının Anlamı, Ölçümü ve Belirlenmesi.....	46
FAİZ ORANLARININ ANLAMI	47
Bugünkü Değer	48
Vadeye Kadar Getiri.....	49
İskontolu Tahvilin Vadeye Kadar Getirisi	49
Kuponlu Tahvilin Vadeye Kadar Getirisi.....	50
GETİRİ ORANI VE REEL FAİZ ORANI.....	51
Getiri ve Faiz Oranı Farkı.....	51
Reel Faiz ve Nominal Faiz Oranı Arasındaki Fark	52
FAİZ ORANLARININ BELİRLENMESİ	54
Varlık Talebini Belirleyen Faktörler	54
Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı	55
Tahvil Talep Eğrisi	55
Tahvil Arz Eğrisi	56
Tahvil Piyasasında Denge.....	58
Denge Faiz Oranındaki Değişmeler.....	59
Tahvil Talebindeki Değişim.....	59
Tahvil Arzındaki Değişim	61
Beklenen Enflasyonun Tahvil Piyasasındaki Dengeye Etkisi.....	62
Likidite Tercihi Kuramı	63
Denge Faiz Oranındaki Değişmeler.....	65
Para Talebindeki Kaymalar.....	65
Para Arzındaki Kaymalar	66
Diğer Etkiler	66
Özet	68
Kendimizi Sınayalım	69
Yaşamın İçinden	70
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	71
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	71
Yararlanılan Kaynaklar.....	71

4. ÜNİTE

Faiz Oranlarının Yapısı.....	72
FAİZ ORANLARININ RİSK YAPISI	73
Geri Ödenmeme Riski	73
Likidite	76
Vergilendirme	77
FAİZ ORANLARININ VADE YAPISI	78
Bekleyişler Teorisi	79
Bölünmüş Piyasalar Teorisi	82
Likidite Primi Teorisi.....	83
Özet	86
Kendimizi Sınayalım	87
Yaşamın İçinden.....	88
Okuma Parçası	89
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	90
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	90
Yararlanılan Kaynaklar.....	91

5. ÜNİTE

Döviz Kurlarının Anlamı ve Belirlenmesi	92
DÖVİZ KURLARININ ANLAMI	93
Döviz Kurundaki Değer Değişimleri Neden Önemlidir?	95

Yerli Paranın Değer Kazanmasının Etkileri	95
Reel Döviz Kurları.....	96
DÖVİZ PİYASASI	97
Döviz Piyasasında Denge Döviz Kurunun Oluşumu.....	98
Döviz Piyasasında Denge Döviz Kurunun Değişmesi.....	99
UZUN DÖNEMDE DENGE DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ	101
Tek Fiyat Kanunu ve Satın Alma Gücü Paritesi	101
Satın Alma Gücü Paritesi Döviz Kuru Hareketliliklerini	
Açıklayabiliyor mu?.....	102
KISA DÖNEMDE DENGE DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ	103
Faiz Paritesi Kavramı.....	103
Faiz Oranları, Beklentiler ve Denge Döviz Kuru	106
Faiz Oranlarında Değişme ve Döviz Kuru	106
Beklentilerdeki Değişme ve Döviz Kuru.....	108
Özet	109
Kendimizi Sınayalım	110
Yaşamın İçinden	111
Okuma Parçası	112
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	113
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	113
Yararlanılan Kaynaklar.....	114

Para Talebi ve Para Piyasasında Denge 116

6. ÜNİTE

İŞLEM AMAÇLI PARA TALEBİ TEORİLERİ	117
Klasik Para Talebi Teorisi.....	118
Fisher Yaklaşımı.....	118
Cambridge Yaklaşımı	121
Baumol ve Tobin'in Nakit Yönetimi Modeli	122
PORTFÖY TERCİHİ AMAÇLI PARA TALEBİ TEORİLERİ.....	126
Keynesyen Para Talebi Teorisi: Likidite Tercihleri Teorisi.....	126
İşlem Amaçlı Para Talebi.....	127
İhtiyat Amacıyla Para Talebi.....	127
Spekülasyon Amacıyla Para Talebi.....	127
Modern Miktar Teorisi	130
Friedman'ın ve Keynes'in Teorileri Arasındaki Farklar.....	131
PARA TALEBİ FONKSİYONU	132
Para Talebi Fonksiyonu	132
Para Talebi Eğrisi	133
PARA PİYASASINDA DENGE	134
Para Arzının Belirlenmesi	134
Merkez Bankası ve Para Arzının Kontrolü	135
Bankaların Para Arzı Üzerindeki Etkisi.....	136
Para Piyasasında Denge ve Faiz Oranının Belirlenimi	137
Özet	140
Kendimizi Sınayalım	142
Okuma Parçası	143
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	144
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	144
Yararlanılan Kaynaklar.....	145
Yararlanılan İnternet Kaynakları.....	145

7. ÜNİTE

Para ve Ekonomik Faaliyetler	146
UZUN DÖNEMDE ÜRETİM	147
KISA DÖNEMDE ÜRETİM VE TOPLAM HARCAMALAR	150
Faiz Oranının Toplam Harcamalar Üzerindeki Etkisi	151
Para Politikasının Ekonomiye Aktarımında Alternatif Kanallar	152
Toplam Harcamalar Eğrisi	154
Toplam Harcamalar Aracılığıyla Para Politikasının Denge Üretim Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesi	154
Para Politikası Eğrisi	156
TOPLAM TALEP VE TOPLAM ARZ MODELİ	157
Toplam Arz Eğrisi	158
Uzun Dönem Toplam Arz Eğrisi.....	158
Kısa Dönem Toplam Arz Eğrisi.....	159
Toplam Talep ve Toplam Arz Modelinde Denge	160
Kısa Dönemde Denge.....	160
Uzun Dönemde Denge	161
Toplam Talep ve Toplam Arz Modelinde Para Politikasının Ekonomi Üzerindeki Etkilerinin Gösterilmesi	161
Özet	163
Kendimizi Sınayalım	164
Yaşamın İçinden	165
Okuma Parçası	166
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	167
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	167
Yararlanılan Kaynaklar.....	168

8. ÜNİTE

Para ve Fiyatlar	170
PARA VE FİYATLAR.....	171
Fiyatlar Genel Düzeyi ve Fiyat Endeksleri	171
Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE)	172
Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE).....	174
Para ve Toplam Talep	175
PARA VE FİYAT İSTİKRARSIZLIĞI	176
Para ve Enflasyon.....	176
Enflasyonun Nedenleri.....	177
Parasal Genişlemenin Nedenleri	178
Enflasyonun Maliyeti.....	180
Enflasyonla İlgili Yanlış ve Yetersiz Görüşler	180
Para ve Deflasyon	181
Deflasyonun Nedenleri	181
Deflasyonun Belirleyicileri.....	181
Deflasyonun Maliyeti	183
Özet.....	184
Kendimizi Sınayalım.....	185
Yaşamın İçinden.....	186
Okuma Parçası	186
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	187
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	187
Yararlanılan Kaynaklar.....	187

Önsöz

İktisat bölümü 3. Sınıf öğrencilerinin “Para Teorisi ve Politikası” dersi bundan sonra “Para Teorisi” ve “Para Politikası” olmak üzere iki farklı ders haline dönüştürülmüştür.

Günümüzün en önemli finansal aracı olarak kabul edilen **para**, sınırları belli olan değişmez bir tanıma sahip olmadığından iktisatçılar tarafından farklı yaklaşımlarla açıklanmaya çalışılmıştır. İktisat teorileri arasındaki farklılığın temel nedenlerinden biri olarak bu olgu gösterilebilir. Dinamik bir kapsama sahip olan **para** toplumdan topluma ve hatta aynı toplum içerisinde değişen bir yapı sergilemektedir. Gündelik hayatımızda **para** olarak kullandığımız pek çok nesne, teknolojik yeniliklere bağlı olarak zaman içerisinde paranın ekonomi içerisinde yerine getirmesi gereken işlevleri sağlayamayacak ve yeni nesnelerin para olarak kullanılması zorunluluğu ortaya çıkacaktır.

İşte ilginç bir gelişim süreci sergileyen **paranın** ekonomik faaliyetler üzerindeki etkiler ve farklı iktisadi akımların **para** kavramına yönelik olarak geliştirdikleri yaklaşımlar bu kitapta 8 üniteyle incelenmeye çalışılmıştır. Finansal piyasalar, faiz oranı, döviz kuru, para talebi, para piyasasında denge ve enflasyon gibi günümüz ekonomilerinin temel değişkenleri teorik açıdan incelenmiştir. Bu kitap aracılığıyla öğrencilerimize; finansal sistemi analiz edebilecekleri ve para politikası konularını tartışabilecekleri güçlü bir alt yapı sunmak en büyük amacımızdır. Bu sebeple, farklı iktisadi yaklaşımların süzgecinden geçirerek sunulan teorik boyuttaki konular günlük hayattaki gelişmelerden örneklerle desteklenerek daha anlaşılır kılınmaya çalışılmıştır.

Üniteleri çok kısa bir sürede ve editörün işlerini azami ölçüde azaltarak teslim eden ünitelerimiz yazarları Doç.Dr. Muharrem AFŞAR, Yrd.Doç.Dr. Bengül G. ARSLAN, Yrd.Doç.Dr. B. Kağan ÖZDEMİR'e ne kadar teşekkür etsem azdır.

Değerli katkılarından dolayı Rektörümüz Sayın Prof.Dr. Davut AYDIN'a, öğretim tasarımcıları Prof.Dr. Cengiz Hakan AYDIN ve Yrd.Doç.Dr. Evrim Genç KUMTEPE'ye ve dizgi biriminin değerli ekibine çok teşekkür ediyorum.

Editör

Prof.Dr. Sevgi GEREK

PARA TEORİSİ



Amaçlarımız

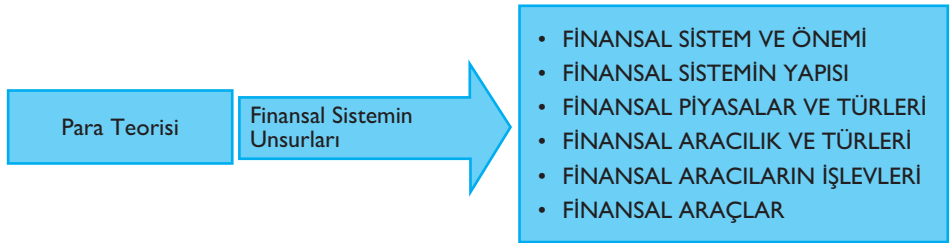
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Finansal sistemin önemini açıklayabilecek,
- Finansal sistemin yapısını açıklayabilecek,
- Finansal piyasaların türlerini listeyebilecek,
- Finansal aracılık türlerini listeyebilecek,
- Finansal aracılığın işlevlerini açıklayabilecek,
- Finansal araçları ayırt edebilecek bilgi ve beceri kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Finansal Sistem
- Fon Talebi
- Hazine Bonusu
- Fon Arzı
- Hisse Senedi
- Finansal Aracılık
- Finansal Araç
- Tahvil
- Finansal Piyasa
- Asimetrik Bilgi

İçindekiler



Finansal Sistemin Unsurları

FİNANSAL SİSTEM VE ÖNEMİ

Yatırım ve tasarruf kararlarının farklı ekonomik birimler tarafından verildiği günümüz piyasa ekonomilerinde, tasarrufların yatırımlara aktarılması işlevi, finansal sistem ve o sistem içindeki finansal piyasalar aracılığıyla gerçekleşmektedir. Ekonomik yaşamda birikimlerin (tasarrufların) yatırımlara dönüşme sürecinde etkinlik, genel olarak o ülkedeki finansal sistem ve finansal piyasaların yapısına ve örgütlenmesine bağlıdır. Yatırım, tasarruf, finansal sistem ve finansal piyasalar bu kavramların günümüz piyasa ekonomilerinin önemli kavramlarıdır. Bu kavramların önemi, onların ekonomik yaşamda oynadığı rolden kaynaklanmaktadır.

Yukarıda ifade edilen kavramların önemini şöyle bir örnek yardımıyla ortaya koyalım: Daha önce de ifade edildiği gibi, günümüz ekonomilerinde yatırım yapanlar ile bu yatırımlar için gerekli fonları sağlayanlar (tasarruf sahipleri) genellikle aynı ekonomik birimler değildir. Hatta bazı istisnalar dışında tasarruf yapanlar birikimlerini kimlerin kullanacaklarını da bilmezler. Böyle bir yapı içinde varsayalım ki siz, girişimci ruha sahip bir ekonomik birim olarak evi temizleyen, bahçe işleri yapan ve aynı zamanda da arabanızı temizleyen ve bütün bunları çok düşük bir maliyetle yapan bir alet geliştirme projesine sahipsiniz. Ancak küçük bir sorunuz var; böyle bir projenin gerçekleşmesi ve üretime geçebilmesi için gerekli finansal olanaktan yoksunuz. Oysa Ahmet Bey'in ailesinden miras olarak kalmış ve aynı zamanda yıllardır çalışması karşılığında elde ettiği gelirlerinin bir kısmının tüketmediği için birikimleri bulunmaktadır. Ahmet Bey bu birikimlerini kendince güvenli olarak kabul ettiği evinin bir yerinde tutmaktadır. Dolayısıyla bu işlemden herhangi bir kazanç elde etmemektedir. Normal şartlarda siz ve Ahmet Bey birbirinizi tanımıyorsunuz ve bu anlamda karşılıklı durumlarınız hakkında da bir fikriniz bulunmamaktadır. Böyle bir durumda sizi bir araya getirecek aranızda gerekli ilişkileri kurup Ahmet Bey'in birikimlerini size aktarılmasını sağlayacak bir organizasyona ihtiyaç olduğu açıktır. İşte bu, organizasyon finansal sistem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ahmet Bey'in kendince güvenli olarak evinin bir yerinde tuttuğu, ekonominin işleyişi içinden çekilen bu birikimler iktisat teorisi açısından bir sızıntıyı ifade eder ve gömüleme olarak isimlendirilir. Bu paradan Ahmet Bey bir getiri elde edemediği gibi, bu kadar fon ekonominin işleyişinden çekildiği için aslında ekonomi açısından da bir kayıptır.

Tasarrufların yatırımlara dönüşme sürecinde etkinlik, genel olarak o ülkedeki finansal sistem yapısına ve örgütlenmesine bağlıdır.

Finansal Sistem: Belli kişi ve kurumların, piyasaların, araçların ve organizasyonların, çeşitli finansal fonksiyonları yerine getirmek üzere, bir araya gelmeleri sonucunda oluşan bir bütündür.

Finansal sistem bir ekonomide belli kişi ve kurumların, piyasaların, araçların ve organizasyonların, beraberce çeşitli finansal fonksiyonları yerine getirmek üzere, bir araya gelmeleri sonucunda oluşan bir bütündür. Peki, finansal sistemin işlemesine bağlı olarak nasıl bir durum ortaya çıkmaktadır? Eğer siz ve Ahmet Bey finansal sistem sayesinde buluşursanız o size gerekli sermayeyi temin edebilir. Bu sayede sizin projeniz seri üretime geçecek hâle gelebilir. Siz kâr elde eder hâle gelirsiniz birikimini kullanmanız karşılığında Ahmet Bey'e de elde ettiğiniz gelirden bir kısmını sunarsınız. Bu işten iki taraf da kazançlı çıkar. Aynı zamanda yapılan yatırım, yeni iş alanı anlamında istihdama katkı sağladığı ve yeni gelir akımları yaratması bağlamında genel ekonomiye de katkı sağlamaktadır. Vatandaşlar da daha temiz evlere, parlak arabalara ve güzel çimlere sahip olacaklardır. Görüldüğü gibi finansal sistemin varlığı ve çalışması birçok açıdan faydalar yaratmaktadır.

Aslında bu basit örnekten de görüleceği gibi, finansal sistemin oluşabilmesi bir takım unsurların bir araya gelmesine bağlıdır. Örneğin siz ve Ahmet Bey'i buluşturacak çeşitli kurumlara ihtiyaç bulunmaktadır. Aranızdaki fon değişiminin yapıldığı piyasa organizasyonu olmalıdır. Ahmet Bey size elindeki birikimini verirken karşılığında bir belge isteyecektir, aynı zamanda da aranızda bu değişim anında ya da sonrası ortaya çıkabilecek sorunların çözümü için gerekli düzenlemelere ihtiyaç bulunmaktadır. Yani finansal sistem, finansal piyasalar (tahvil ve hisse senedi pazarları) ve finansal araçlar (bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları) siz ve Ahmet Bey gibi kişileri bir araya getiren bir bütündür. Sistemin temel amacı da fon ihtiyacı olan ekonomik birimleri (siz), fon fazlası olan kişilerle (Ahmet Bey) bir araya getirmek ve etkin bir fon akışını gerçekleştirmektir.

Finansal sistemin olmaması durumunda fon fazlası olanlardan, yatırım için fon ihtiyacı olanlara fon akışını sağlamak mümkün olmayacaktır. Finansal sistem yatırımlar için fon gereksinimi duyanlara, fon fazlası olanlardan fon akışı sağlamayı gerçekleştirmektedir. Bu sayede ekonomide yüksek üretkenlik ve verimlilik gelişmektedir. Etkin çalışan bir finansal sistemin varlığı, ekonominin iyi işlemesi ve ekonomik refahın geliştirmek için çok önemlidir. Gelişmiş ve etkin çalışan bir finansal sistem, tasarrufların etkin bir şekilde kullanımını sağlayarak ülke kalkınmasına katkıda bulunur.

Finansal sistemin etkin çalışmaması kendinden beklenen işlevi yerine getirmesini engellemektedir. Ekonomik yaşamda birikimlerin yatırımlara dönüştürülmesi sürecindeki etkinlik, genel olarak o ülkedeki finans sisteminin ve finansal piyasaların yapısına ve örgütlenmesine bağlıdır. Bununla birlikte son dönemde özellikle ekonomik yaşamda ortaya çıkan özellikle finansal sistem kökenli olumsuzlukların (krizler) gerek ulusal gerekse uluslararası ekonomik yaşamda yarattığı etkileri de hepimiz yaşamaktayız. Bu nedenle finansal sistemin içinde yaşanan ekonomiler açısından oynadığı rol çok önemlidir diyebiliriz.

Etkin çalışan bir finansal sistemin varlığı, etkin bir ekonomik işleyiş ve ekonomik refahın artışı için oldukça önemlidir.

SIRA SİZDE



Finansal sistemin etkin çalışmamasının sonuçları neler olabilir?

FINANSAL SİSTEMİN YAPISI

Finansal sistemin işleyişi ve ekonomiye etkisini öğrenmek için öncelikle finansal sistemin genel yapısını ortaya koymamız gerekmektedir. Her şeyden önce sistem, ele alınması gereken ve tanımlanması gereken bir kavram olarak karşımızda durmaktadır. Sistem kavramını aslında hayatın akışı içinde sürekli kullanırız ve bazen de bunun anlamının farkında bile olmayız. Şöyle bir düşünün; eğitim sistemi kavramını en son ne zaman ve nerede kullandık? Sağlık sisteminin sorunlarından söz

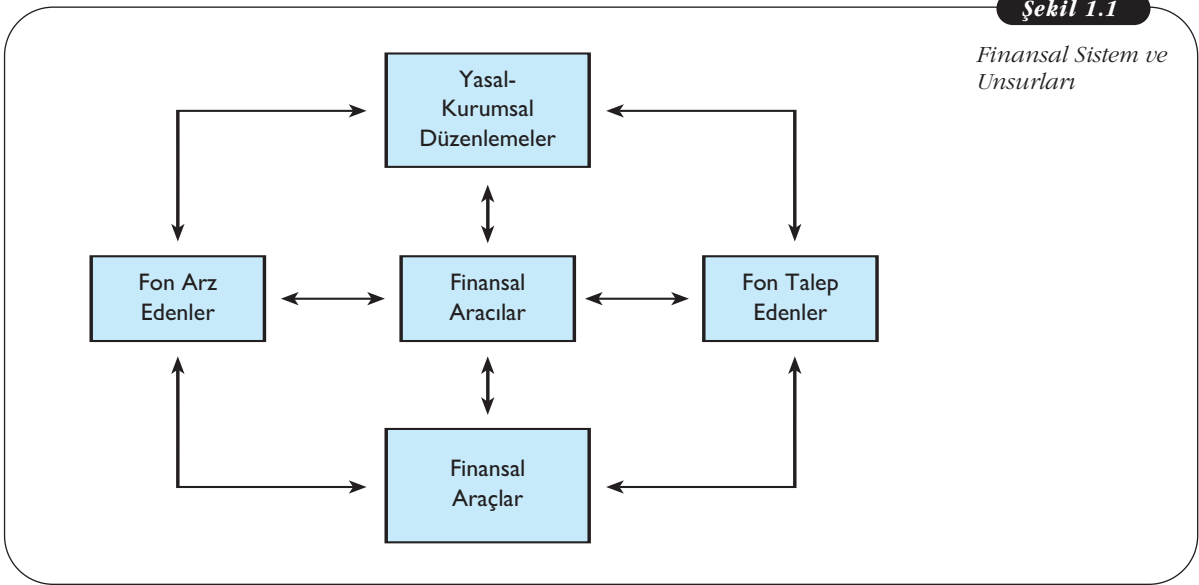
ettik mi bir tanıdığımızı? Bilgisayarın işletim sistemi size ne ifade ediyor? Evet, bu ve benzeri sistemlerden aslında bilerek ya da alışkanlıklarımız bağlamında çokca söz ediyoruz.

Sistem, belli bir amaca yönelik bir araya gelmiş çeşitli unsurlardan oluşan bir bütünü ifade etmektedir. Dolayısıyla temel belirleyicileri, bir amaç olması ve bunu gerçekleştirmek için değişik parçaların bir ahenk ve uyum içinde bir araya gelmesidir.

Yukarıdaki açıklamalar bağlamında finansal sistemi de şu şekilde tanımlayabiliriz: Finansal sistem; bir ekonomide belirli kişi ve kurumların, piyasaların, araçların ve organizasyonların, beraberce çeşitli finansal fonksiyonları yerine getirmek üzere, bir araya gelmeleri sonucunda oluşan bir bütündür. Finansal sistem aynı zamanda kendisini de kapsayan genel ekonomik sistemin bir alt sistemidir. Bir ülkede finansal sistem, o ülkedeki fon arz ve talep edenler, finansal araç ve kurumlar, yasal ve kurumsal düzenlemelerin görünüm, özellik ve nispi boyutları gibi çeşitli unsurlardan oluşmaktadır. Buna göre finansal araç ve kurumların bileşimi, finansal yapı ve sistemi şekillendirmektedir. Finansal sistemin fonksiyonlarını gereği gibi yerine getirebilmesi, sistemi oluşturan çeşitli unsurların kendi aralarındaki etkileşim ve uyuma bağlıdır. Aşağıda Şekil 1.1'de basit bir finansal sistem yapısı görülmektedir. Genel olarak sistem tanımında ve aynı zamanda finansal sistem ile ilgili tanımda ortaya çıkan temel özellik, aralarında ilişkiler bulunan ve biri birilerini etkileyen unsurların varlığıdır. Finansal sistem açısından bu unsurlar sistemin temel unsurları olarak kabul edilir.

Sistemin temel belirleyicisi, bir amaç ve bu amaca yönelik değişik parçaların bir ahenk ve uyum içinde bir araya gelmesidir.

Finansal Sistem: Ülkedeki fon arz ve talep edenler, finansal araç ve kurumlar, yasal ve kurumsal düzenlemeler gibi çeşitli unsurlardan oluşmaktadır.



Finansal sistemin temel unsurları; fon fazlası olanlar, fon açığı olanlar, finansal araçlar (kurumlar), finansal araçlar ve yasal-kurumsal düzenlemeler olarak sıralanmaktadır. Sistem içinde finansal piyasalar, taraflar arasındaki fon değişiminin gerçekleştiği yerler olarak önemli bir işlev görmektedir. Bu anlamda gelirlerinden az harcaması olan ve tasarruf yapan ekonomik birimlerden, gelirlerinden daha fazla harcama yapan/yapmak isteyen ekonomik birimlere fon aktarımı yaparak temel bir ekonomik işlevi yerine getirmektedir. Bu işlev Şekil 1.1'de gösterilmiştir. Sol tarafta tasarruf sahibi olan ve borç verenler, sağ tarafta giderlerini karşılamak için fon ihtiyacı olan ekonomik birimler yer almaktadır. Sistemin fon fazlası olanlar tarafında ve fon açığı olanlar tarafında da aynı ekonomik birimler (hane halkları, işletmeler ve devlet) yer almaktadır.



Hane halkı olarak bireyler nasıl olur da fon arz edici olabilirler?

Finansal sistemde fon sunanlar, devrettikleri fonların karşılığında, fon talep edenlerden çeşitli belgeler istemektedirler. Bu belgelere finansal araç denilmektedir. **Finansal araçlar**, fonların aktarılması sırasında, aktarılan fonlar üzerinde çeşitli haklar ve yükümlülükleri temsil eden yazılı belgelerdir. Uygulamada birbirinden farklı özelliklere sahip, çok sayıda finansal araç bulunmaktadır. Bunlar işlem gördükleri piyasalara bağlı olarak para piyasası araçları ve sermaye piyasası araçları olarak genel bir sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır.

Günümüz piyasa ekonomilerinde, genellikle fon arz edenlerle fon talep edenlerin doğrudan karşılaşması her zaman mümkün değildir. Bunlar arasında aracılık yapacak, köprü görevi görecek ve bu yolla fonların etkin şekilde akışını gerçekleştirecek çeşitli finansal araçlara ihtiyaç duyulmaktadır.

Finansal sistemin kendinden beklenen fonksiyonları yerine getirebilmesi için bütün tarafların sistemin işleyişine güvenmesi gerekmektedir. Bu güven ise büyük ölçüde, sistemin gerekli yasal ve kurumsal düzenlemeler ile donatılmış olmasına bağlıdır. Yasal ve kurumsal düzenlemeler sistemin işleyişinde muhtemel sorunların oluşmasını engellediği gibi, sorunlar oluştuğunda bu sorunların çözümünde önemli işlevler üstlenirler.

FİNANSAL PİYASALAR VE TÜRLERİ

Finansal sistem içinde fonların dolaşımı için tarafları buluşturacak ve değişim ilişkilerinin gerçekleştirecek finansal piyasalar önemli bir yer oluşturmaktadır. **Piyasa** en yalın hâliyle, arz edenlerle talep edenlerin bir araya geldiği ve değişimin gerçekleştiği yerdir. Finansal piyasalar işlem konusu itibarıyla reel piyasalardan ayrılmaktadır. Hatırlayacağınız gibi reel piyasalar üretilmiş mal ve hizmetler ile bu mal ve hizmetlerin üretiminde kullanılan üretim faktörlerinin karşılaştıkları piyasalardır. Bu piyasalarda arz edenlerle talep edenler çeşitli mal ve hizmetlerin değişimi için bir araya gelmektedirler. Oysa finansal piyasalarda değişime konu olan şey fonlardır. Bu anlamda **finansal piyasalar**, fon fazlası olanlar ile fon açığı olanların karşılaştığı ve fon değişiminin gerçekleştiği piyasalar olarak tanımlanır.

Finansal piyasaların içinde buldukları ekonomik yapılar içinde fonların değişimini etkin bir şekilde gerçekleştirebilmesi için bir takım özelliklere sahip olması gerekir. Etkin işleyen finansal piyasaların özellikleri ise şu şekilde sıralanmaktadır:

- **Zamanında ve doğru bilgi sağlama:** Hem alım satımı yapılan mali araçlarla ilgili hem de genel olarak piyasayı ilgilendiren her konuda, gecikme olmadan ve açık biçimde bilgiye ulaşılabilirlik.
- **Likidite sağlama:** Likidite bir varlığın kısa sürede önemli bir kayba uğramadan nakde dönüştürülebilmesidir. İyi bir piyasada alım satımı yapılan araçlar istenildiği anda satılabilirlik.
- **Düşük fon aktarım maliyetleri:** İşlem maliyetleri düşük olmalıdır, yani piyasada alım satım marjları düşük olmalıdır.
- **Fiyatlar yeni bilgileri hızla yansıtmalıdır:** Piyasada oluşan fiyatların bilgileri tam olarak ve hemen yansıtması beklenir.

Sistem içinde değişik finansal piyasaların varlığından söz edilebilir. Şimdi finansal piyasaların temel fonksiyonlarını anlamak için, finansal piyasaların çeşitli sınıflandırmalarını ve bunların temel özelliklerini açıklamamız gerekmektedir.

Piyasa: Arz ve talebin karşılaştığı ve değişimin gerçekleştiği yerdir.

Finansal Piyasalar: Fon arz edenler ile fon talep edenlerin karşılaştığı ve fon değişiminin gerçekleştiği piyasalardır.

Para ve Sermaye Piyasaları

İşleme konu olan fonların vadeleri açısından finansal piyasaları sınıflandırdığımızda karşımıza para ve sermaye piyasaları ayrımı çıkmaktadır. Bu iki piyasa kısa ve uzun vadeli fonlar bağlamında hem kullanılan finansal araçlar hem de piyasanın işleyişi anlamında farklı özellikler taşımaktadır.

Para Piyasası: Kısa vadeli (1 yıla kadar) fon arzı ile fon talebinin karşılaştığı ve fon değişiminin gerçekleştiği piyasalara para piyasaları denir. Para piyasalarında vade genellikle bir seneyi aşmaz. Bu bağlamda kullanılan araçlar da kısa vadeli özellik taşımaktadır. Para piyasası finansal araçları; hazine bonusu, finansman bonusu, mevduat sertifikası, repo ve kambiyo senetleri (poliçe, bono, çek) gibi bir yıla kadar vadeli finansal araçlardır.

Para piyasası araçları genellikle uzun vadeli menkul kıymetlere göre daha yaygın işlem görmektedir ve böylece daha fazla likit olmaktadır. Ayrıca kısa vadeli araçlar, uzun vadeli menkul kıymetlerin fiyatlarına göre daha küçük dalgalanmalara sahiptir ve bu özellik onları nispeten daha güvenli hale getirmektedir. Bu tür finansal araçlar çok kısa bir sürede paraya dönüştükleri için paraya çok yakındır. Bu nedenle bu piyasalara para piyasaları denilmektedir. Para piyasası denildiğinde işlemlerin özel olarak yapıldığı bir yer söz konusu değildir. Bu bağlamda kısa vadeli olarak alınan ve satılan fonlarla ilgili işlemlerin tümü para piyasası çerçevesinde düşünülmelidir.

Sermaye Piyasası: Orta ve uzun vadeli fon açığı olanlarla orta ve uzun vadeli fon arz etmek isteyen ekonomik birimlerin karşı karşıya geldiği ve fon değişiminin gerçekleştiği piyasalardır. Tahvil ve hisse senedi gibi uzun vadeli (vadesi bir yıl veya daha fazla) araçların işlem gördüğü ve tasarruflardan girişimcilere kaynak aktarılan piyasalardır. Sermaye piyasasının en belirgin özelliği, piyasanın orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Önceleri 3 ya da 5 yıla kadar vadeli kredilere orta, daha uzun vadeli fonlara uzun vadeli fonlar denilirdi. Böyle bir ayırım sonradan kaldırılarak bir yıldan daha uzun vade, orta vadeyi de kapsayacak şekilde uzun vadeli olarak kullanılmaya başlanmıştır. Sermaye piyasalarında yatırımcılar, yatırımlarını belli bir getiri beklentisi ile yatırım araçlarında değerlendirirler. Girişimciler ise sermaye piyasasında ihraç ettikleri hisse senetleri veya borçlanma senetleri aracılığı ile yatırımcıların tasarruflarını reel yatırımlara çekmektedir. Sermaye piyasasında sağlanan fonlar; genellikle işletmelerin bina, makina ve teçhizat gibi duran varlıklarının finansmanında, yatırımlarda kullanılmaktadır.

Sermaye piyasasında fon akımları, para piyasasına göre daha dolaysız olarak gerçekleşmektedir. Bu piyasada fon açığı olan ekonomik birimler ihraç ettikleri hisse senedi, tahvil vb. finansal araçlarla fon ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Fon fazlası olan ekonomik birimler ise ihraç edilen finansal araçları almak suretiyle fonlarını ihtiyaç duyan kesimlere sunmakta ve böylece kar payı ve faiz şeklinde gelir elde etmektedirler. Bu piyasada genellikle nihai borçlu ile nihai alacaklı arasında doğrudan borç alacak ya da mülkiyet ilişkisi oluşmaktadır. Tasarruf sahibi bu piyasada, aktardığı fonun kimler tarafından kullanılacağına piyasada kendisine sunulan finansal araçları risk-getiri tercihine göre seçerek kendisi karar vermektedir. Bu özelliği nedeniyle sermaye piyasasındaki yatırımcıyı **aktif yatırımcı** olarak nitelemek mümkündür.

Birincil ve İkincil Piyasalar

Piyasada işlem gören finansal araçların piyasaya çıkış durumuna göre de finansal piyasaları bir gruplamaya tabi tutabiliriz. Buradaki sınıflandırma kıstası işlem gören finansal aracın piyasaya ilk kez çıkıp çıkmadığıdır. Bu bağlamda finansal piyasaları **birincil** ve **ikincil** piyasalar olarak iki grup altında toplayabiliriz.

Para Piyasası: Kısa vadeli (bir yıla kadar) fonların arz ve talebin karşılaştığı piyasadır.

Sermaye Piyasası: Orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebinin karşılaştığı finansal piyasadır.

Birincil Piyasalar: İlk kez dolaşıma çıkan finansal araçların alım satımının yapıldığı ve fon değişiminin gerçekleştiği piyasalardır.

Birincil piyasalar: İlk kez alım satıma konu olan yani ilk defa işleme tabi olacak finansal araçlarla fonların değişiminin gerçekleştiği finansal piyasalardır. Hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç edenler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan karşılaştıkları piyasadır. Birincil piyasada yeni ihraç edilen menkul kıymetlerin, ilk alıcılara örneğin şirketlere veya diğer yatırımcılara satışı söz konusudur. Birincil piyasa işlemlerine en güzel örneklerden biri, şirketlerin hisse senedi halka arzıdır. Şirketler, orta ve uzun vadeli fonları birincil piyasada temin ederler. Sermaye piyasasının fonları yatırımlara aktarma fonksiyonu daha çok birincil piyasalarda gerçekleşmektedir.

Birincil piyasada menkul değeri ihraç eden firma ile fon fazlası olan ekonomik birimler doğrudan ya da bir finansal aracı vasıtasıyla dolaylı olarak karşılaşır. Doğrudan karşılaşmada herhangi bir finansal aracı yer almayacağından ödenecek bir komisyon yoktur. Söz konusu durum ihraç maliyetlerinde önemli bir tasarruf sağlayarak üstünlük yaratır. Bunun yanı sıra sakıncası ise ihracın başarısız olma riskinin yüksek olmasıdır. Dolaylı karşılaşmada ise finansal aracıya komisyon ödenmesine karşın ihracın başarısız olma riski daha düşüktür. Birincil piyasada menkul kıymetlerin ilk satışında çeşitli finansal araçlardan yararlanılır. Bunların başında yatırım bankaları gelmektedir. Yatırım bankaları menkul kıymet ihracında bulunan ekonomik birimlere, menkul kıymet ihracı ile ilgili çeşitli danışmanlık hizmetleri yanında menkul kıymetin satışında değişik yöntemlerle aracılık faaliyetinde bulunmaktadır.

Şimdi şöyle bir soru ile açıklamamıza devam edelim. Birincil piyasadaki halka arz yöntemine göre bir menkul kıymet satın almış olan yatırımcı Caner Bey, bir gün yatırımdan vazgeçerse bu finansal aracı nerede ya da kime satacaktır? Böyle bir soruyu cevaplayabilmek için bizim ikincil piyasaları öğrenmemiz gerekmektedir.

İkincil Piyasa: Daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerin, yatırımcılar arasında tekrar tekrar alım satıma konu olduğu piyasalara ikincil piyasalar denir. Menkul kıymetleri ihraçtan alanlar, bunları paraya çevirmek istediklerinde (satmak istediklerinde), hisse senetlerinde hiç bir zaman, tahvillerde ise vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa iade edemezler. Bu takdirde bu finansal araçların likiditesini sağlayacak, yani alım satımının gerçekleştirileceği yeni bir piyasaya gereksinim doğmaktadır. İşte **ikincil** piyasa tam da burada devreye girmektedir.

İkincil piyasada, menkul kıymetler aracı kuruluşlar tarafından yatırımcılar için alınıp satılır. Birincil piyasanın sağlıklı işlemesi, etkin ve verimli bir ikincil piyasanın varlığına bağlıdır. Bu piyasada fonlar ve menkul kıymetler yatırımcılar arasında el değiştirir. Bu devir işlemi menkul kıymeti ihraç eden işletmeyi doğrudan etkilemez. Ancak ikincil piyasada menkul kıymetin kolayca el değiştirebilmesi (devredilebilmesi) ilgili işletmenin birincil piyasada yeni menkul kıymet ihracını ve bu anlamda sermaye piyasasından fon sağlamasını kolaylaştırır. İkincil piyasalar, menkul değerlerin likidite ve pazarlanabilme yeteneğini artırıp birincil piyasalara talep yaratır, gelişmesine katkı sağlar. İkincil piyasanın bu temel fonksiyonunu yerine getirememesi, birincil piyasaları olumsuz etkilemekte ve fonların yatırımlara aktarılması işlevi zorlaşmaktadır.

İkincil Piyasalar: Önceden ihracı yapılmış finansal araçların bu kez yatırımcılar arasında tekrar tekrar alım satımının yapıldığı piyasalardır.

İkincil piyasalar menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasalardır ve menkul kıymet borsaları bu anlamda bir ikincil piyasadır. Menkul kıymet borsaları, fiziksel olarak belli bir mekanda yer alan ve borsa üyelerinin katılımıyla ön-

ceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde menkul kıymetlerin alım-satımının yapıldığı yerlerdir. Menkul kıymetler borsasında daha önceden ihraç edilmiş ve borsaya kote edilmiş menkul kıymetler işlem görmektedir. Yatırımcıların istedikleri anda menkul kıymetlerini elden çıkarmalarını sağlayan borsalar, finansal bilgi ile zaman uyumu sağlayan özellikler göstermektedir. Ayrıca tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE) dünyanın en büyük ve önemli borsasıdır. NYSE, ABD’de New York’ta yerleşik olduğu sokağın adı olan “Wall Street” ismiyle bilinmektedir. Yine İngiltere’nin başkenti Londra’da kurulu olan Londra Borsası (LSE) da Avrupa’nın en eski ve en büyük borsalarından birisidir. Londra Borsası vekâletinde FTSE Group hisse göstergelerini oluşturmuştur, bunların en çok bilineni de “FTSE 100”dür. Bunlardan başka Tokyo, Frankfurt, Hong Kong, Amsterdam Menkul Kıymet Borsaları da bilinen büyük borsalar olarak sıralanmaktadır. Ülkemizde de 1986 yılından beri menkul kıymetlerin alım ve satımı ikincil piyasa bağlamında “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası”nda (İMKB) yapılmaktadır. Diğer ikincil piyasaların örnekleri, döviz piyasaları, vadeli işlem piyasaları ve futures ve opsiyon piyasalarıdır.

Organize ve Tezgah Üstü Piyasalar

Finansal piyasalarda alıcı ve satıcıların bir araya getirilmesi sürecinde, gerekli organizasyonun ve kurumsallaşmanın mevcudiyeti piyasa etkinliği açısından önemlidir. Bu doğrultuda finansal piyasalar **organize ve tezgah üstü** piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır.

Organize Piyasalar: Arz ve talep edenlerin resmî olarak belirlenmiş fiziksel alanlarda bulunduğu ve işlemlerin oluşması için belli kurum ve kuruluşların denetimi ve gözetimine tabi olan piyasalar olarak tanımlanır. Bu piyasalarda alım satım koşulları, işlem yapacak olanların nitelikleri, işlem zamanı ve yeri gibi çeşitli özellikler belli standartlara bağlanmıştır. Organize piyasalarda nihai işlemler merkezleşmiş borsalarda yapılmaktadır. Bu anlamda yukarıda sayılan borsaların tamamı aynı zamanda birer **organize finansal piyasa** örneği olarak kabul edilmektedir. Bu borsalarda araçlar biraraya gelerek iletişim teknolojisi aracılığıyla iletilen alım satım emirlerinin gereğini yerine getirmektedir. Bu piyasalara ülkemizden de çeşitli örnekler verilebilir. Bu bağlamda; interbank para piyasası, TCMB bankalararası döviz piyasası, İMKB tahvil ve bono piyasası, İMKB hisse senetleri piyasası, İMKB uluslararası tahvil ve bono piyasası ve İstanbul altın borsası organize finansal piyasalara örnek oluşturan finansal piyasalar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tezgah Üstü Piyasalar: Fiziki ve resmî olarak belirlenmiş bir mekân bulunmayan, organize piyasalarda yapılamayan alım ve satım işlemlerinin gerçekleştiği, ilgili kurum ve kuruluşların denetim ve gözetiminden uzak piyasalar olarak tanımlanabilir. Serbest piyasalar olarak da bilinen tezgah üstü piyasalar uluslararası literatürde “Over-The Counter Markets” olarak bilinmektedir. Tezgahüstü piyasalarda nihai işlemler iletişim teknolojisi (telekomünikasyon sistemi, İnternet) aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı merkezleşmiş bir mekân söz konusu değildir. Fakat bir piyasanın tezgahüstü piyasa sayılması için nihai işlemlerin mutlaka iletişim teknolojileri aracılığıyla gerçekleşmesi gerekmez. Genel olarak menkul kıymetlerin borsalar dışında işlem gördüğü piyasalara **tezgahüstü piyasalar** denir. Tezgahüstü piyasalarda birinci el piyasa işlemleri de yapılabilir.

İletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler ve buna bağlı olarak işlemlerin telekomünikasyon sistemi üzerinden yapılması yeni olmakla birlikte, tezgahüstü piyasaların uzun bir geçmişi bulunmaktadır. Günümüzde tezgahüstü piyasaların en bilinen örnekleri ABD’de faaliyet gösteren NASDAQ, Avrupa’da faaliyet gösteren Belçika merkezli EASDAQ, Japonya’da faaliyet gösteren JASDAQ piyasalarıdır. Bu konuda da ülkemiz açısından örnekleme yapmak gerekirse; Bankalararası ₺ piyasası, bankalararası repo piyasası, serbest döviz piyasası, Bankalararası altın piyasası, serbest altın piyasası gibi piyasalar birer tezgah üstü finansal piyasa türü olarak kabul edilmektedir.

FİNANSAL ARACILIK VE TÜRLERİ

Finansal Aracılar: Tarafları bir araya getiren, fon değişim koşullarını belirleyen ve değişimin hızlı ve etkin bir şekilde yapılmasını sağlayan kurumlardır.

Finansal piyasalarda işlemler iki değişik yönetime bağlı olarak yürütülmektedir. Bu yöntemlerden biri doğrudan finansman, diğeri ise dolaylı finansmandır. Doğrudan (direkt) finansmanda (Şekil 1.1) fon açığı olanlar fonları, fon arz edenlerden herhangi bir aracının hizmeti olmaksızın elde etmektedir. Buradaki işlemler tarafların karşılıklı öznel koşullarına bağlı olarak yürütülmektedir. Oysa dolaylı (endirekt) finansmanda, tarafları buluşturan ve aralarındaki işlemlerin yapılmasını kolaylaştıran çeşitli araçlar yer almaktadır. Bu araçlar, tarafları bir araya getirirken aynı zamanda fon değişiminin koşullarını da belirlemektedir. Günümüz çağdaş finansal piyasalarında yaygın olarak kullanılan finansman türü, daha çok dolaylı finansman olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolaylı finansmanın doğrudan finansmana göre çeşitli avantajları olduğu kadar sakıncaları da bulunmaktadır. En önemli sakıncası ise fonların değişiminde çeşitli araçların kullanılması nedeniyle fon aktarımının taraflara aracılık maliyeti adı altında bir maliyet yüklemesidir.

Bir finansal aracı kurumun kullanılması ile gerçekleşen dolaylı finansman süreci finansal aracılık olarak adlandırılmakta ve günümüzde fon aktarımında kullanılan temel mekanizmayı oluşturmaktadır. Ekonomide fon akışı finansal araçlar sayesinde kolaylaşmış hızlanır. Yukarıdaki ifadelerden de anlaşılacağı gibi dolaylı finansman yönteminin temel belirleyicisi **finansal aracılıktır**. Dolayısıyla finansal aracılık işlevini yerine getiren finansal araçlar (finansal kurumlar) bu yöntemde oldukça önemlidir. Finansal araçların olmadığı bir piyasada fon aktarım süreci hem daha uzun bir zamanı gerektirecek hem de fonların aktarımı tam olarak gerçekleştirilemeyecektir.

Finansal araçların aslında yaptıkları şey, fon fazlası olan ve dolayısıyla fon arz eden bir ekonomik birim ya da birimlerden fonları alıp fon açığı olan (fon talep eden) ekonomik birimlere aktarımını gerçekleştirmektir. Uygulamada finansal aracılık işlevi gören çeşitli finansal araçlar bulunmaktadır. Aynı zamanda finansal araçlar değişik şekil ve yöntemleri kullanarak fon aktarım işlevlerini yerine getirmektedirler. Örneğin bir banka tasarruf mevduatı şeklinde tasarruf sahiplerinden fonları toplamaktadır. Daha sonra herhangi bir kişi ya da işletmeye kredi vermek suretiyle fon aktarım işlevini gerçekleştirmektedir.

Finansal Aracılık Türleri

Finansal sistem içinde aracılık para yaratan finansal araçlar ve para yaratmayan finansal araçlar olarak iki grup altında toplanmaktadır. Mevduat kabul eden finansal kuruluşlar olarak da bilinen para yaratan finansal araçlar, tasarruf fazlası olan birimlerden mevduat kabul ederek eldeki fonlarını tasarruf açığı olan birimlere kredi açarak veya finansal varlıklara yatırım yaparak değerlendirilmektedir. Başta ticaret bankaları olmak üzere bu kurumlar, küçük tasarrufların ekonominin işleyişi-

ne sokulmasına, birikimlerin artmasına ve kullanılabilir olmasına olanak sağlarlar. Bunlar aşağıdaki gibi çeşitli başlıklar altında sıralanmaktadır:

Ticaret Bankaları: Mevduat bankaları olarak da bilinen bu kurumlar, tüm dünyada en fazla ağırlığa sahip olan finansal araçlardır. Ticaret bankaları mevduat toplayarak bu mevduatı kredi ve finansal varlık yatırımı olarak değerlendirmektedir. Ticaret bankalarının, finansal sistem içerisinde en önemli işlevlerinden biri de kaydi para yaratarak para arzını genişletmeleridir.

Kredi Birlikleri: Üyelerinden topladığı mevduatı, yine üyelerine kredi olarak dağıtan kurumlardır. Bu tür araçların ticaret bankalarından ayrılan yönü kâr amacı gütmemesi ve faaliyetlerinin sadece kendi üyeleri ile sınırlı olmasıdır. Bu sebepten kredi birlikleri ticari, bankalara oranla çok daha küçük ölçeklidir.

Katılım Bankaları: İşlemlerini faiz olmaksızın yerine getiren bu kurumlar, faaliyetlerini tasarruf fazlası olan birimlerden mevduat toplama ve tasarruf açığı olan birimlere kredi verme ortaklık temelinde yerine getirmektedir. Ortaklık ilkesi söz konusu olduğu için mevduat sahipleri önceden tutarı belirli sabit faiz yerine, ancak faaliyet sonucu miktarı kesin olarak belli olan kâr veya zarardan pay alır.

Tasarruf ve Kredi Birlikleri: Fonlarını mevduat şeklinde toplamakta olan bu kurumlar, fonların kullanımını yönünden ticaret bankalarından ayrılmaktadır. Mesken ve ticari konut sektörüne ipotek karşılığı kredi açan ve mevduat toplayan kuruluşlardır. Günümüzde ülkemizde henüz bulunmamasına rağmen, mortgage sisteminin yürürlüğe girmesi ile ülkemizde de kurulması muhtemeldir.

Sistem içinde para yaratmayan, bu bağlamda mevduat toplamayan çeşitli finansal araçlar da bulunmaktadır. Para yaratmayan finansal araçlar, mevduat kabul etmeyen ve diğer kaynaklardan fon sağlayan finansal kurumlardır. Finansal sistem içinde önemli ağırlığa sahip olan bu kurumlar, sigorta şirketleri, özel emeklilik şirketleri, emekli sandıkları, yatırım fon ve ortaklıkları ile finans şirketlerinden oluşmaktadır.

Kalkınma ve Yatırım Bankaları: Kalkınma bankaları, kalkınma çabası içindeki ülkelerin gelişmiş ülkelere yapılacak teknoloji ve sermaye transferlerinde, yerli ve yabancı kuruluşlara yardımcı olmak ve sermaye piyasalarının gelişmesini sağlamak amacıyla kurulmuş finansal araçlardır. Kalkınma bankaları, kendilerine tahsis edilen fonları yönlendirerek fon kullanımına şekil vermektedir. Özellikle elde ettikleri fonları uzun vadeli kredi biçimine dönüştürmenin yanında, verdikleri teknik hizmetler ile sistem içinde önemli görevler yerine getirmektedir. Yatırım Bankaları ise mevduat kabul etmeyen, ticari bankacılık yapmayan ve kalkınma bankacılığı fonksiyonunun dışında kalan alanlarda faaliyet gösteren, müşterilerine yatırım danışmanlığı, kurumsal fon yönetimi gibi hizmetler sunan ve gelir yapıları genel olarak alınan ücret ve komisyonlardan oluşan finansal kurumlardır.

Sosyal Güvenlik Kurumları: Kamu ve özel emeklilik kurumları (özel emeklilik şirketleri) olarak iki gruba ayrılmaktadır. Bu kurumlar aslında bireylere çalışma hayatının bitiminden sonraki döneminde (emeklilik dönemi), çeşitli ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla tasarruflarını biriktirme ve değerlendirme işlevi görmektedir. Bu kurumlar tasarrufları finansal sistemde değerlendirerek emeklilik zamanı gelen bireylere getirileri ile beraber sunmaktadır. Özel emeklilik sisteminin geliştiği ekonomilerde bu araçlar, finansal sistemin önemli bir kurumu durumundadırlar. Biriken fonlar, her tipteki sermaye piyasası araçlarına yatırılabilir. Ancak fonların değerlendirilmesinde sermaye piyasasındaki hızlı fiyat değişimlerinden korumak amacıyla hisse senedi yerine tahvillere daha çok ağırlık verilmektedir. Ayrıca Ticaret Bankaları da mevduat, hisse senedi ve tahvil gibi dolaylı finansal araçlar karşılığında bu fonları finansal sistem içine çekebilmektedir.

Sigorta Şirketleri: Türk Ticaret Kanunu'na (TTK) göre sigortanın tanımı şu şekilde yapılmaktadır: “Sigorta bir akittir, bununla sigortacı bir prim karşılığında, diğer bir kimsenin para ile ölçülebilir bir menfaatini zarara uğratan bir riskin meydana gelmesi halinde, tazminat vermeyi ya da bir veya birkaç kimsenin hayat müddetleri sebebiyle veya hayatlarında meydana gelen belli birtakım hadiseler dolayısıyla bir para ödemeyi veya sair edalarda bulunmayı üzerine alır”. Sigorta şirketleri ise kişiler ve kurumları muhtemel çeşitli risklere karşı bir prim (sigorta primi) karşılığında, sattıkları sigorta poliçeleri ile koruma altına alan ve prim gelirlerinin önemli bir bölümünü para ve sermaye piyasası araçlarına yatıran şirketlerdir. Sigorta şirketleri özellikle gelişmiş ekonomilerde, küçük tasarrufların ekonomiye etkin bir şekilde katılmasını sağlayan finansal araçlar olarak da kabul edilmektedir. Poliçeler karşılığında prim toplayarak gönüllü tasarruflar yoluyla fon yaratırlar. Bu şirketlerin fon yaratma ile ekonomik işlevi tam anlamıyla gerçekleşmiş değildir. Yaratılan fonların belirli alanlara plase edilmesi, finansal sistem içinde fon açığı olanlara kullanılması gerekir. Prim adı altında toplanan fonların hasarın meydana geleceği zamana kadar olan dönemde fon talep edenlere kullanılması bu şirketlere birer finansal aracı olma özelliği kazandırmaktadır. Bu yönüyle sermaye piyasalarında, özellikle kurumsal yatırımcı olarak önemli fonksiyonlar üstlenmektedir.

Finansman Şirketleri: Bireysel ve kurumsal tüketicilere otomobilden, iş ekipmanlarına, tıbbi malzemelerden ev araç gereçlerine kadar geniş bir yelpazede kredi kullandıran kurumlardır. Fon kaynakları sermaye, uzun vadeli borç ve özellikle finansman bonusu çıkararak sağlanan kısa süreli borçlardan oluşur. Finans şirketleri bütün finansal kurumlarda olduğu gibi yasal düzenleme ve denetime tabidirler. Mevduat toplayamayan bu kurumlar, bazı faaliyetleri itibariyle bankalara benzer işlemler yapmakla birlikte, bankalarca yapılan bütün işlemleri yapamaz. Buna göre finansman şirketlerinin teminat mektubu verme, mevduat ya da başka bir adla para toplama ve ana faaliyetleri dışında başka işlemler yapmaları yasaktır. Burada uzun bir geçmişe sahip olan bu şirketler, binlerce küçük kredi ofisi ile tüketicilere direkt ulaşarak kredi kullandırmaktadır.

Yatırım Fonları ve Ortaklıkları: Finansal yatırım kararları risk içerir. Deneyim ve tecrübe gerektirir. Finansal yatırım yapacak bir tasarruf sahibi için getiri, güven ve piyasada muhtemel risklerden kendini koruyabilmek oldukça önemli kavramlardır. Finansal sistem içinde genellikle küçük birikimlere sahip olanlar genellikle bu tasarruflarını çeşitli finansal araçlara yatırma konusunda yeterli beceri, bilgi ve deneyime sahip değildir. Aynı zamanda tasarruflarının hacmi çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmaya yetecek büyüklükte de değildir. Bu ve benzeri sorunların çözümünde **Kollektif Yatırım Kurumu (KYK)** olarak da bilinen, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları adında kurumlar bulunmaktadır. Kollektif Yatırım Kurumları hukuki yapılarına göre ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulduklarında **yatırım ortaklığı**, başka bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulduklarında ise **yatırım fonu** olarak adlandırılır.

Yatırım fonları, kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre çeşitli varlıklardan oluşan portföyü işletmek üzere kurulan mal varlığı olarak tanımlanmaktadır. Katılma belgesi sahipleri, katılma belgesi satın alarak fona bir çeşit ortak olurlar. Katılma belgesi, belgeyi satın alanın kurucu ya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, kaydi olarak tutulur. Yatırım fonları A ve B Tipi olmak üzere iki tipe kurulabilir. Fon iç tüzüklerinde belirtilmek suretiyle port-

föy değerinin aylık ortalama bazda en az %25'ini devamlı olarak mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınan kamu iktisadi teşebbüsleri dâhil, Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar A Tipi, diğerleri B Tipi olarak adlandırılır. Yatırımcılar, katılma belgesini bedelini nakden ödemek suretiyle satın alabilir ve belgelerini fona iade etmek suretiyle fondan ayrılabilirler. Ancak bazı fonlarda belgeyi paraya çevirebilmek için belge sahibinin, bir ya da iki gün (bu süre daha fazla olabilir) öncesinden fona bildirimde bulunması gerekmektedir.

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyünü işletmek üzere, anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu kurumlar, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak değişik menkul kıymetlerden oluşacak bir portföy oluşturup elde ettikleri kazancı ortaklarına payları oranında dağıtır. Anonim şirketler şeklinde kurulan ve tüzel kişiliğe sahip olan ortaklığın bina, demirbaş vb. genel mal varlıkları ile menkul kıymetler portföyü birbirinden bağımsız değildir. Yani bir yatırım ortaklığından belli bir bedel karşılığında ortaklığın hisse senedini satın almış olan bir yatırımcı, portföy üzerinde olduğu kadar, ortaklığın diğer mal varlıkları üzerinde de haklara sahip olmaktadır. Yatırım ortaklıkları, yatırım fonlarında olduğu gibi A ve B Tipi olarak iki türlü kurulabilmektedir. Türkiye'deki uygulamaya göre; portföy değerinin en az %25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşebbüsleri dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları A Tipi, bunun dışında kalanlar ise B Tipi olarak adlandırılmaktadır.

FINANSAL ARACILARIN İŞLEVLERİ

Finansal araçların en temel işlevi adından da anlaşılacağı gibi finansal aracılık faaliyetidir. Yani finansal araçlar, fonların arz edenlerden talep edenlere doğru akışını kolay ve hızlı bir şekilde yani etkin bir şekilde yerine getirmek amacıyla faaliyetlerini yürütmektedir. Bunun yanında, finansal piyasalarda fonların yönetilmesi ve yönlendirilmesinde de finansal araçların oynadığı rol çok büyüktür. Finansal araçlar fonların aktarılması ve dönüştürülmesi işlevlerini yerine getirirken fon kullananlara ve fon arz edenlere hizmet vermekte ve aynı zamanda ekonomide bir takım fonksiyonlar yerine getirmektedir. Özellikle finansal sistemin işleyişi sürecinde işlem maliyetleri ve asimetrik bilgi sorunu söz konusu olduğundan, finansal araçlara bu alanda çok önemli roller düşmektedir.

Finansal araçların; işlem maliyetlerini azaltma, asimetrik bilgi sorununun çözümü, gömüleme eğilimini azaltma, fonların vade, miktar ve risklerini ayarlama gibi fonksiyonları bulunmaktadır.

İşlem Maliyetlerinden Tasarruf Sağlama

Finansal işlemlerin gerçekleştirilmesinde harcanan para ve zaman **işlem maliyeti** olarak isimlendirilmektedir. İşlem maliyetleri, fon arz eden ve talep eden ekonomik birimler açısından önemli bir sorun oluşturmaktadır. Bu sorunun çözümünde etkin işleyen bir finansal sistem içinde finansal araçlara önemli bir rol düşmektedir. Bu rolü açıklayabilmek için, bu bölümün başında verdiğimiz örneğe dönelim. Hatırlayacağınız gibi ele aldığımız örnekte siz bir makine geliştirmiştiniz ve bu makinenin seri üretime geçebilmesi için Ahmet Bey ile bir fon anlaşmasına girmişsiniz. Ancak yapılan bu işlemde, ileride çıkabilecek birtakım sorunlara karşılık aranızda bir sözleşme yapmanız gerekmektedir. Bu bağlamda, değişime konu olan fon için ne kadar ve ne zaman faiz ödeneceğini, borcun ne zaman tahsil edileceği ve karşılığında istenecek garantileri belirleyen bir sözleşme hazırlamak amacıyla bir avukata danışmanız gerekmektedir. Bu tür bir kredi sözleşmesinin sizlere yük-

leyeceği belli bir işlem maliyeti söz konusu olacaktır. Bu maliyet de büyük olasılıkla çok yüksek olacaktır. Bu yüksek maliyet dolayısıyla büyük bir olasılıkla fon değişiminden vazgeçilecek ve her ikiniz de potansiyel kazançlarınızdan mahrum kalacaksınız.

Bu örnek, Ahmet Bey gibi küçük tasarruf sahiplerinin ve sizin gibi potansiyel yatırımcıların finansal piyasaların dışında kalacağını ve finansal piyasalar tarafından sunulan olanaklardan yararlanamayacağını göstermektedir. İşte bu sorunun çözümünde finansal araçlardan yararlanılmaktadır. Finansal araçlar, bu konularda uzmanlaştıkları ve ölçek ekonomilerinden yararlandıkları (işlem hacmi arttıkça işlem başına düşen maliyetin azalması) için, işlem maliyetlerini önemli ölçüde azaltmaktadırlar. Finansal araçlar kredi sözleşmeleri konusunda uzmanlaşmış bir avukatın nasıl bulunabileceği ve iyi bir kredi sözleşmesinin nasıl hazırlanacağı konusunda uzmanlaşmıştır. Aynı zamanda finansal aracı tarafından bir kez hazırlanmış olan kredi sözleşmesi kredi işlemlerinde tekrar tekrar kullanılarak işlem başına maliyet önemli ölçüde düşürülebilir.

Finansal araçların işlem maliyetlerini önemli ölçüde düşürme gücüne sahip olmaları, dolaylı finansmanı daha cazip hâle getirmektedir. Ayrıca finansal araçların katlanmak zorunda oldukları işlem maliyetlerinin düşük olması, bu araçların müşterilerine likiditesi daha yüksek hizmetler sunma olanağına sahip olmalarını da sağlamaktadır.

Asimetrik Bilgi Sorununun Çözümü

Asimetrik bilgi genel anlamıyla birinin bildiğini başkasının bilmemesi durumudur. Etkin işleyen bir finansal sistemde fonlar en verimli alanlara tahsis edilir. Ancak uygulamada finansal sistem karmaşık ve tam rekabet koşullarından farklı bir işleyişe sahiptir. Örneğin finansal piyasalardaki katılımcılar tam rekabet piyasasında olduğu gibi “tam bilgi” sahibi değildir. Bu anlamda “asimetrik bilgi” sahibidir.

Finansal sistemde çeşitli sorunlara yol açan asimetrik bilgi, taraflar arasındaki bilgi eşitsizliğine işaret eder. Finansal piyasalarda taraflar bazen tam bir bilgi eşitliği içinde olamayabilir ve birisi genellikle diğer taraf hakkında doğru kararlar vermek için yeterli bilgiye sahip değildir. Bu durum “asimetrik bilgi sorunu” olarak bilinir. Örneğin kredi alan bir borçlu krediyi nasıl kullanacağını, yatırım projelerinin potansiyel getiri ve risklerini krediyi kullandıranlara göre daha iyi bilebilecektir.

Finansal piyasalarda asimetrik bilgi (eksik bilgilenme), yatırımcıların ters seçim ve kötü niyet sorunları ile karşı karşıya kalabilecekleri anlamına gelir. **Ters seçim** işlem öncesi oluşan, **ahlaki tehlike** ise işlem (fon değişimi) sonrası karşılaşılan asimetrik bilgi sorunları olarak bilinmektedir.

Ters seçim sorununa, piyasada bulunan taraflardan birinin yapılan işlemin tipi ya da niteliklerini gözlemleyemediği durumlarda karşılaşılr. Örneğin piyasada fon talep edenler, fon bulmalarını engelleyeceğini düşündükleri bazı olumsuz özellikleri saklayabilir veya daha farklı gösterebilirler. Böylece istedikleri miktardaki fonu risk primi ödemedi düşük maliyetle elde edebilirler. Finansal piyasalarda böyle bir durumun varlığı, fon sağlayıcıların borç verme konusunda oldukça isteksiz davranmalarına yol açabilir. Başka bir yöntem ise yanlış bilgilendirilmeleri ihtimaline karşı risk primi talep ederek fonlarını oldukça yüksek maliyet ile arz edebilirler. Böyle bir durumda piyasada iyi özelliklere sahip ve borç arayan ekonomik birimler de kendilerini diğerlerinden ayıramadıklarından, ortaya çıkan olumsuzluklardan etkilenmektedirler. Büyük olasılıkla da iyi niyetli olanlar fon talebinden vazgeçmektedirler. Piyasa kötü niyetlilere kalmaktadır. Sonuçta piyasada fon arz edenlerin iyi nitelikli

Asimetrik Bilgi: Birinin bildiğini başkasının bilmemesi durumudur.

ekonomik birimler yerine kötü nitelikli ekonomik birimlere fon sağlaması, yani “ters seçim” olasılıkları artmaktadır. Piyasaların bu şekilde “kötü”nün pazarlamasını yapar duruma düşmesi, fonksiyonlarını yerine getiremediği anlamına gelmektedir.

Asimetrik bilgiyle ilgili diğer önemli sorun ahlaki tehlikedir. **Ahlaki tehlike**, sözleşmeden veya diğer bir ifade ile seçimden sonra ortaya çıkan bir durumdur. Bu bakımdan ahlaki tehlike; iki taraf arasındaki sözleşmenin varlığı, birisinin davranışını diğerinin refahına zarar verecek şekilde değiştirdiği bir durumdur. Örneğin borç alan kişi elde ettiği fonları gereğinden fazla riskli işlerde kullanma eğilimine girebilir. Çünkü çok riskli işlere girmesi ve projenin de gerçekleşmesi durumunda borç ödendikten sonra kendisine büyük bir kazanç kalmaktadır. Ancak bu seçim aynı zamanda borcun geri ödenmesini de tehlikeye atarak borç verenin parasını alamama riskini yükseltmektedir. Bu durumda, riskli proje gerçekleştiğinde borç veren önceden belirlenmiş oranın dışında bir getiri sağlayamazken gerçekleşmediği durumda zarara katlanmak zorundadır. Yani borç alanın normal riskli ve çok riskli yatırımı seçmesine göre borç verenin getirisi değişmezken katlandığı risk değişmektedir. Bunun için fon sağlayıcılar fon sağladıkları kişilerin hep normal riskli yatırımlara yönelmelerini isterler. Bu yüzden borç verenler yukarıda belirlenen tehlike nedeni ile fon sağlamada isteksiz davranabilirler.

Ters seçim ve ahlaki tehlike finansal sistemin işleyişinde ne gibi tehikeler içerir?



Finansal araçların fonksiyonlarından biri “asimetrik bilgi” sorununun çözümüdür. Asimetrik bilginin varlığı, finansal piyasaların etkin çalışmasını etkileyeceği için çözümlenmesi gerekir. Asimetrik bilgi sorununun çözülememesi durumunda fon arz eden birimler, boyutunu tahmin edemedikleri bir riske katlanmak yerine, fonlarını ellerinde likit olarak tutacaklardır. Bu bağlamda belki de, tasarruflarını yerel para birimine kıyasla daha fazla güvendikleri başka bir para birimi ya da daha istikrarlı bir değere dönüştürüp gömüleme yolunu tercih edeceklerdir. Finansal araçların kullandığı çeşitli yöntem ve teknikler, finansal piyasalardaki ters seçim ve kötü niyet sorunlarını azaltır ve yatırımcıların kullanabileceği enformasyon düzeyini artırarak finansal piyasalardaki etkinliğin artmasını sağlar.

Gömüleme Eğilimini Azaltma

Gömüleme ekonomik birimlerin, birikimlerini ekonomik işleyişi dışına çıkartması ve onları korumak için bildikleri geleneksel yöntemleri kullanması olarak tanımlanabilir. Buna göre ekonomik birimler, finansal sistemin içine girmesi gereken ve yatırımlara gitmesi gereken fonlarını etkin şekilde kullanamamaktadır. Gelirlerinden daha az harcama yapan ve elinde birikimi olan bireylerin, bu fonları gömülemesinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi ise finansal piyasalarda istediği türde hizmet verecek finansal kurumların ve finansal araçların olmamasıdır. Öte yandan ekonomide tüm bireylerden, çeşitli finansal araçlardan hangilerinin kendileri için en uygun araç olduğuna karar vermek konusunda, yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları beklenemez. Bu bağlamda bir ekonomide finansal araçların varlığı ekonomide atıl olan ve bu anlamda gömülenmiş olarak nitelenen fonların piyasaya girmesini sağlar. Birikim sahipleri, finansal araçların bu konularda sundukları hizmetlerden yararlanarak daha önce gömülenmiş olarak atıl vaziyette tuttıkları fonları bu kurumlar aracılığıyla sistemin işleyişi içine sokarlar. Böylece ellerinde hem daha güvenilir hem de getirisi olan çeşitli finansal araçlar bulundurulur.

Finansal araçların varlığı, ekonomide atıl olan ve bu anlamda gömülenmiş olarak nitelenen fonların finansal piyasalara girmesini sağlar.



Gömülemenin nedenleri nelerdir?

Vade, Miktar ve Risk Ayarlama

Finansal araçlar, çalışma prensipleri doğrultusunda kullandığı çeşitli yöntem ve ilkelere dayalı olarak sistem içinde bir takım ayarlamalarda bulunurlar. Bunlardan birincisi vade ayarlamadır. **Vade**, fonların arz edenlerden çıktıktan sonra, tekrar onlara geri gelinceye kadar geçen süreye verilen isimdir. Finansal piyasalarda genel olarak fon arz edenler ile fon talep edenlerin beklentileri farklıdır. Fon arz edenler mümkün olduğunca kısa vadeler ile fonlarını kullanılmak, fon talep edenler ise bu fonları mümkün olduğunca uzun bir vadede kullanmak isterler. Taraflar arasındaki bu vade uyumsuzluğunun giderilmesinde finansal araçlara önemli bir görev düşmektedir. Finansal araçlar, kullanılan finansal araçları vadelerini farklılaştırmak yöntemiyle hem fon arz edenlerin hem de fon talep edenlerin gereksinimlerine daha uygun hale getirmektedirler.

Finansal sistemin işleyişi sırasında karşılaşılan bir başka durum, taraflar arasındaki miktar uyumsuzluğudur. Finansal piyasalarda işlem yapmak isteyen tasarruf sahiplerinin birikimleri nispi olarak yani fon kullanmak isteyenlerin istedikleri tutara göre, küçük miktarlardadır. Diğer bir ifade ile fon arz edenlerin birikimleri küçük tutarlar iken fon talep edenlerin istedikleri miktarlar büyüktür. Burada bir miktar uyumsuzluğu söz konusudur. Finansal araçlar her miktardaki birikim için fon arz edenlere birikimlerini yatırılabilecekleri yatırım alternatifleri sunarak bu fonları toplamakta ve bir havuz oluşturmaktadır. Diğer yandan fon kullanıcıların nispeten büyük diye ifade edilen fon talepleri bu havuzdan karşılanmaktadır. Böylece finansal araçlar tutar olarak farklı büyüklükteki fonların miktar ayarlamasını yapmaktadırlar.

Finansal araçların risk ayarlama ya da dağıtma konusunda ortaya koyduğu çözümler de oldukça önemlidir. Bilindiği gibi finansal sistem yapısı gereği çeşitli riskleri bünyesinde bulundurmaktadır. Dolayısıyla bu risklerden kaçınmak ya da mümkün olduğunca az etkilenmek için "risk yönetimi" gereklidir. Ancak risklerin ayarlanması ve dağıtılması yani risk yönetimi konusunda, bireysel yatırımcıların bilgi ve tecrübeleri genellikle yetersizdir. Oysa finansal araçların emrinde bu konuda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip elemanlar bulunmaktadır. Ayrıca finansal araçlarda toplanan ve büyük boyutlara ulaşan fonları, değişik risk derecelerinde finansal araçlara yatırmak ve finansal yatırımları farklılaştırmak da mümkündür. Bu nedenle finansal araçlar, bireylerin tek başlarına yapamadığı risk ayarlama ve dağıtma işlevini, daha kolay ve etkin bir şekilde yerine getirebilmektedirler.

FİNANSAL ARAÇLAR

Buraya kadar olan açıklamalarımızda finansal sistemin çeşitli unsurları hakkında bilgiler vermeye çalıştık. Bu başlıkta sistemin bir diğer unsuru olan finansal araçları inceleyeceğiz. Sistem içinde fonların arz edenlerden talep edenlere aktarılması sırasında çeşitli belgelere ihtiyaç duyulmaktadır. Fon arz edenler, ellerindeki fonları **finansal araçlar** adı verilen bu belgelerle fon ihtiyacı olanlara bir bedel karşılığında kullanılmaktadır. **Finansal araçlar**; fonların aktarılması sırasında sahiplik ve el değiştirme olgusunu kanıtlayan, fon aktarım koşullarını ortaya koyan, alacak veya mülkiyet ilişkilerini yansıtan yazılı belgelerdir. Finansal sistemde birbirinden farklı özelliklere sahip çok sayıda finansal araç vardır. Bunlar işlem gördükleri piyasalara bağlı olarak **para piyasası araçları** ve **sermaye piyasası araçları** olarak genel bir

Finansal Araçlar: Sahiplik ve el değiştirme olgusunu kanıtlayan, fon aktarım koşullarını ortaya koyan, alacak veya mülkiyet ilişkilerini yansıtan belgelerdir.

sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır. Hemen belirtelim ki finansal araçları bu şekilde sınıflandırmanın bir kesinliği de yoktur. Bir diğer deyişle bazı yazarlar bazı belgeleri para piyasası aracı olarak kabul ederken bazıları sermaye piyasası aracı olarak kabul edebilmektedir. Biz burada bu tartışmalardan uzak kalarak para ve sermaye piyasalarında yoğun kabul gören araçları kısaca tanıtmayı tercih edeceğiz.

Para Piyasası Araçları

Para piyasası araçları bir yıldan kısa vadeli olan, para piyasalarında alınıp satılan, likititesi yüksek, fiyat değişkenliği düşük ve aynı zamanda daha düşük risk düzeyine sahip olan belgelerdir. En yaygın kullanım alanına sahip para piyasası araçları başta hazine bonusu olmak üzere finansman bonusu, mevduat sertifikası, repo, varlığa dayalı menkul kıymetler, yatırım fonu katılma belgeleri ve ticari senetler (bono, poliçe, çek) dir.

Hazine Bonusu: Vadesi 1 yıldan kısa olan devlete ait iç borçlanma araçları hazine bonusu olarak adlandırılır. Devlete ait bu kısa vadeli borç senetleri, kamu harcamalarının finansmanı amacıyla genellikle 3, 6, 9 ve 12 aylık vadelerle ihraç edilir. Vade sonunda belirli bir miktarın ödendiği bu menkul kıymetlerde faiz ödemesi söz konusu olmamakta, bono başlangıçta bir iskontoyla (yani vade sonunda ödenecek miktardan daha düşük bir fiyata) satılarak fiilen bir faiz ödemesi gerçekleştirilmektedir. Hazine bonoları para piyasalarında en yoğun olarak alınıp satılan belgeler olup tüm para piyasası araçları içerisinde en likit olanıdır. Hazine bonolarının kredi riski taşımaması, likiditesinin yüksek oluşu, çeşitli vergi avantajlarına sahip olması, ihraç kupürlerinin yatırımcı açısından küçüklüğü nedeniyle uygun bulunması gibi özelliklere sahip olması, bu araçlara piyasadaki talebin canlı olmasına neden olmaktadır.

Finansman Bonusu: Kısa vadeli fon sağlamak amacıyla piyasada tanınmış anonim şirketlerin (özel şirketler, finansal kurum ya da ticari işletme gibi) borçlu sıfatıyla düzenleyip ihraç ettikleri nama ya da hamiline yazılı kıymetli evraklar olarak tanımlanmaktadır. Genellikle uygulandıkları bütün ülkelerde 1 yıldan kısa vadeli olarak çıkarılmakta ve iskontolu olarak satılmaktadırlar. Ülkemizdeki uygulamasında, vadeleri 90 günden az, 360 günden çok olmaz ve vadeleri 30 günün katları şeklinde hesaplanmaktadır.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet: İhraç eden kurumun kendi ticari işlemlerinden doğan veya devraldığı alacakları karşılığında ihraç edilen menkul kıymetlerdir. VDMK'ler; bankalar, anonim ortaklıklar, finansal kiralama kuruluşları, finans ortaklıkları tarafından ihraç edilebilir. VDMK ihracına konu olabilecek alacak çeşitleri; konut kredileri, tüketici kredileri, leasing alacakları, ihracattan doğan alacaklar ve taksitli satış karşılığı senetli alacaklar olarak sıralanmaktadır.

Yatırım Fonu Katılım Belgeleri: Yatırım fonu, kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre çeşitli varlıklardan oluşan portföyü işletmek üzere kurulan mal varlığı olarak tanımlanmaktadır. Katılma belgesi, belgeyi satın alanın kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup kaydı değer olarak tutulur. Yatırım fonu katılma belgesi doğrudan yatırım fonunun kurucusundan veya kurucu dışında iç tüzükte belirtilen alım satım aracılık edecek aracı kuruluşlar dan alınır veya bunlara satılır. Ayrıca bazı kurucular bankaların ATM makineleri, interaktif telefon ya da internet aracılığı ile katılma belgesi alım satımına da imkan sağlamaktadırlar.

Para Politikası Araçları: Bir yıldan kısa vadeli olan, para piyasalarında alınıp satılan, likititesi yüksek, fiyat değişkenliği düşük ve aynı zamanda daha düşük risk düzeyine sahip olan belgelerdir.

Finansman Bonoları: Özel şirketlerin borç bulmak amacıyla çıkarttıkları ve vadeleri en fazla bir yıl olan kısa vadeli borçlanma belgeleridir.

Repo: Sağlamış olduğu likidite, esneklik ve pazarlama kolaylığı açısından diğer araçlara göre önemli avantajlara sahiptir.

Repo/Ters Repo: Repo, belli bir vade sonunda belli bir faiz ya da fiyatla geri alma taahhüdü yapılarak gerçekleştirilen çeşitli menkul kıymetlerin satışı anlaşmasıdır. Kısa vadeli bir fon toplama işlemi olan repoda, herhangi bir finansal kuruluş ya da bir banka yatırımcılara bir menkul kıymeti satmakta ve bu menkul kıymetleri, satış anında belirlenen fiyatı üzerinden belli bir süre sonunda geri satın almayı taahhüt etmektedir. Ters repo ise menkul kıymetlerin geri satış taahhüdü ile alımı anlaşmasıdır. Repo işlemleri sağlamış olduğu likidite, esneklik ve pazarlama kolaylığı açısından diğer para piyasası araçlarına göre önemli avantajlara sahip bulunmaktadır. Repo yetki sahibi aracı kuruluşlar tarafından, kendi araların da veya gerçek ve tüzel kişilerle belirli bir vade ve belirli bir fiyattan gerçekleştirilir. Repo işlemlerinde kullanılan en yaygın vadeler; gecelik (overnight-O/N), 3 günlük ve haftalık vadelerdir. Uygulamada repo işlemi yapılırken satışı yapılan menkul kıymetler çoğu zaman satın alana teslim edilmez, bu menkul kıymetler satışı yapan finansal kurum tarafından müşteri adına (satın alan) muhafaza edilmektedir. Bu durumda yani muhafaza işleminin yapılması durumunda, menkul kıymetin kararlaştırılan vadede geri satın alınacağına dair taahhüdü taşıyan bir makbuz müşteriye verilmektedir.

Mevduat Sertifikaları: Bankalara yatırılan vadeli mevduatlar karşılığında mevduat sahibine, yatırdığı para miktarını ve vadesini göstermek üzere verilen belgelerdir. Banka belli bir vade (genellikle bir yıl ve altında) ve faiz karşılığında almış olduğu mevduatı, yani tasarruf sahibine olan borcunu, hamiline yazılı bir sertifika ile belgeler. Bu yönüyle mevduat sertifikası, banka tarafından mevduat sahibine satılan bir borç senedir. Gelişmiş finansal piyasalarda yaygın bir kullanımı olan araçlardan olan mevduat sertifikalarının, geçmişte bir süre uygulaması olmuş olmakla birlikte, günümüzde ülkemizde uygulaması yoktur.

İkincil piyasası olan ve bu anlamda ihtiyaç duyulması hâlinde paraya çevrilmesi kolay olan, likiditesi yüksek olan finansal araçlardır. Devredilebilir olması, mevduat sertifikalarının en önemli özelliğidir. Gerektiğinde hesap sahibi, vadesini beklemeden mevduat sertifikasını bankasına devredip parasını geri alabilmektedir. Buna göre hesap sahibi, hem vadeli mevduatın sağladığı faiz getirisinden hem de vadesiz mevduatın sağladığı, fonların kolayca başkasına aktarılabilme avantajlarından birlikte yararlanmaktadır. Mevduat sertifikalarının diğer bir özelliği ise, borç teminatı olarak kullanılabilir olmasıdır. Bazı mevduat sahipleri vadeli mevduatlarından para çekmek yerine bu mevduat sertifikalarını karşılık göstererek kredi kullanabilirler.

Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye Piyasaları: Orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebinin bulunduğu piyasalardır.

Sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebinin bulunduğu piyasalardır. Bu nedenle bu piyasalarda işlem göreceği araçların, orta ve uzun vadeli fonların akışını gerçekleştirecek araçlar olması gerekmektedir. Sermaye piyasası kurallarına göre piyasada ancak yasa ve yönetmeliklerle tanınmış finansal araçları ile işlem yapılabilir. Buna göre sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcıların yatırım yapabilecekleri çeşitli yatırım araçları mevcuttur. Bunlar; orta ve uzun vadeli fon transferinde kullanılan, tahvil, hisse senedi, intifa senedi, gelir ortaklığı senetleri (GOS), kar ve zarar ortaklığı belgeleri (KOB) gibi araçlardır.

Hisse Senedi: Pay senedi olarak da ifade edilen hisse senetleri sermaye piyasalarında önemli bir yere sahiptir. Hisse senetleri, anonim şirketlerdeki hissedarlığı belgelendirmek amacıyla çıkarılan, şirket sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen menkul

kiymetlerdir. Hisse senedi alan yatırımcı, şirkete ortak olur ve şirketin büyüme potansiyelinden yararlanabilir. Başka bir ifadeyle hisse senetleri, elinde bulunduran kişiye o şirketin net geliri ve varlıkları üzerinde mülkiyet hakkı doğuran pay senetleridir. Türk Ticaret Kanunu'na göre çok sayıda şekli (nama ve emre yazılı, adi ve imtiyazlı, primli ve primsiz hisse senetleri gibi) olabilmektedir. Hisse senedi sahibi olan gerçek ya da tüzel kişiler anonim ortaklığın bir ortağı durumundadır. Bu bağlamda hisse senetleri, sahiplerine çeşitli haklardan yararlanma imkanı sağlamaktadır. Hisse senedinin sahiplerine sağlamış olduğu haklar; ortaklık hakkı, yönetime katılma (oy) hakkı, kâr payı alma hakkı, rüçhan hakkı (yeni pay alma hakkı), tasfiyeden pay alma, bedelsiz pay alma hakkı ve bilgi alma hakkı olarak sıralanmaktadır.

Tabvil: Devletin ve anonim şirketlerin bir yıldan uzun vadeyle ödünç para bulmak amacıyla çıkardıkları borç senetleridir. Tahviller hisse senedinin aksine mülkiyet senedi değil, borç senedir. Tahvil sahibi, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır ve şirketin aktifi üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Tahvil hamilinin (sahibinin) bir şirkete kullandığı sermaye, yabancı sermaye olup tahvil hamili, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil sahibi şirketin aktifi üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık şirketin karından önce tahvil sahiplerinin faizleri ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra şirketin malvarlığı üzerinde hiçbir hak iddia edemezler.

Türk Ticaret Kanunu'na göre tahviller, çok çeşitli biçimlerde (primli, başa baş, ikramiyeli, endeksli vb.) çıkarılabilmektedir. En çok karşılaşılan şirket tahvilleri, elinde bulundurana üç ayda bir, altı ayda bir veya yılda bir faiz ödemesi yapmakta ve vade sonunda üzerinde yazılı değeri ödemektedir. Bu tür tahviller kupon ödemeli tahvil olarak adlandırılır. Değiştirilebilir tahviller olarak adlandırılan bazı şirket tahvilleri, ilave bir özellik taşımakta ve bu tahvilleri elinde bulunduranlara vade sonuna kadar, istenilen bir tarihte, belirli bir sayıda hisse senedine dönüştürme olanağı sunmaktadır. Tahvil, vade sonuna kadar elde tutulduğu takdirde belli bir faiz kazancını garanti eder. Bu bağlamda, piyasa koşullarında ortaya çıkabilecek değişiklikler yatırımcıyı etkilemez, yani sabit getirili bir finansal araç olup riski nisbeten düşüktür. Yatırımcı, tahvili vade sonuna kadar tutmak zorunda değildir. Hisse senetleri gibi ikincil piyasada işlem görebilir ve piyasada vadesinden önce satılabilirler.

Kâr-Zarar Ortaklığı Belgeleri (KOB): Finansal piyasalarda kâr ve zarar ortaklığı belgelerinin bir menkul kıymet olarak var olmasının temel nedeni, menkul kıymetler piyasasındaki finansal araçların sayısı ve türünü artırmaktır. Kar ve zarar ortaklığı belgesi (KOB), faiz kavramı yerine kar ve zarara ortak olma kavramını ikame etmek isteyen bir anlayışın ve anonim ortaklıklara belli fonlar yatırarak karşılığında kar elde etmek arzusunun yarattığı bir menkul kıymettir. Bu anlamda KOB'nin faiz dışı kazanca imkan tanıyan bir özelliği bulunmaktadır. KOB, kar ve zarara katılma ve ortaklık hakkı vermekle birlikte hisse senedi sayılmaz. Bunu nedeni ise, belge sahiplerinin oy haklarının bulunmaması ve bu belgelerin vadeli olması, vade sonunda anapara ve kar payının geri ödenmesidir. KOB vadeli araçlardır. Bu belgelerde uygulanabilecek en kısa vade 3 ay iken, en uzun vade ise 7 yıldır. Bu belgelerin tahvillerden ayrılan yönü ise belge sahiplerini karın yanında zarara da ortak olmalarıdır.

Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS): Çeşitli kamu kurum ve kuruluşlarına ait alt yapı tesislerinin gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkartılan senetlerdir. Bu senetler hamiline olarak ihraç edilmekte, belirlenen süreler içindeki

Hisse Senedi: Yatırımcısı olan gerçek ya da tüzel kişiler, ellerindeki hisse senedini satın aldıkları anonim ortaklığın ortağı durumundadır.

Tahvil yatırımcısı (tahvili satın alan) şirketin aktifi üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir.

satışı ise bankalar, aracı kurumlar ve kamu ortaklığı idaresi başkanlığınca belirlenen çeşitli kamu kurumları aracılığıyla yapılmaktadır. Köprü, baraj, elektrik santrali gibi altyapı yatırımlarına devlet bütçesi dışında gelir sağlamak amacıyla ihraç edilen gelir ortaklığı senetleri, üzerinde “ortaklık” ibaresi olmasına rağmen değişken faizli bir tahvil özelliği taşımaktadır. Ülkemizde gelir ortaklığı senetlerinin ilk örneği 3 Aralık 1984 tarihinde satışa çıkarılan Boğaziçi Köprüsü gelir ortaklığı senetleridir. Onu Keban Barajı gelir ortaklığı senetleri başta olmak üzere diğerleri takip etmiştir.

Eurobond: Devlet ya da şirketlerin, kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak amacıyla, uluslararası piyasalarda yabancı para birimleri üzerinden satışa sundukları, genellikle uzun vadeli borçlanma aracıdır. Bir ülkenin dış borçlanmasında kullandığı araçlardan birisi olan eurobondlar, genellikle euro ve dolar cinsinden ihraç edilen uzun vadeli borçlanma araçlarıdır. Belli yönlerden hazine bonosu ve devlet tahvillerine benzerdir. Ancak ayrıldıkları temel noktalar da bulunmaktadır. Örneğin hazine bonosu ve devlet tahvilleri iç borçlanmaya yönelik olup devlet iç borçlanma senedi olarak bilinmektedir. Oysa eurobondlar dış borçlanma statüsündedir ve satışa sunulduğu ülkenin para birimi dışında bir para birimi üzerinden ihraç edilen belgelerdir. Örneğin Türkiye hazinesinin dolar cinsinden ihraç ettiği tahvillerin Londra piyasasında satılması bir eurobond işlemidir.

Bir yatırım aracı olarak bakıldığında birikimlerini yabancı para cinsinden değerlendirmeyi tercih eden ve uzun vadeli yatırım yapmayı düşünen kişi ve kuruluşlara yönelik araçlardır. Bu araçların fiyatı hem ihraç eden ülke veya kuruluşun mali ve ekonomik performanslarından hem de uluslararası finansal piyasalardaki gelişmelerden etkilenmektedir. Vadeleri genellikle 5-30 yıl arasında değişir. Bu araçlar ikincil piyasalarda da işlem görmektedir. Bu yönüyle baktığımızda uzun vadeli olarak ihraç edilmelerine karşın vade sonunu beklemeden likit hale getirilebilmektedir. Eurobondlar yılda bir ya da iki kez sabit ya da değişken faiz getirisini olan araçlardır.

Özet



Finansal sistemin önemini açıklamak.

Ekonomik yaşamda birikimlerin (tasarrufların) yatırımlara dönüşme sürecinde etkinlik, genel olarak o ülkedeki finansal sisteminin yapısına ve örgütlenmesine bağlıdır. Finansal sistem yatırımlar için fon gereksinimi duyanlara, fon fazlası olanlardan fon akışını gerçekleştirmektedir. Bu sayede ekonomide yüksek üretkenlik ve verimlilik gelişmektedir. Gelişmiş ve etkin çalışan bir finansal sistem, tasarrufların etkin bir şekilde kullanımını sağlayarak ülke kalkınmasına katkıda bulunur.



Finansal sistemin yapısını açıklamak.

Sistem, belli bir amaca yönelik bir araya gelmiş çeşitli unsurlardan oluşan bir bütünü ifade etmektedir. Finansal sistem ise bir ekonomide belirli kişi ve kurumların, piyasaların, araçların ve organizasyonların, beraberce çeşitli finansal fonksiyonları yerine getirmek üzere, bir araya gelmeleri sonucunda oluşan bir bütündür. Finansal sistemin fonksiyonlarını gereği gibi yerine getirebilmesi, sistemi oluşturan çeşitli unsurların kendi aralarındaki etkileşim ve uyuma bağlıdır. Finansal sistemin yapısını fon fazlası olanlar, fon açığı olanlar, finansal araçlar (kurumlar), finansal araçlar ve yasal-kurumsal düzenlenmeler gibi unsurlar oluşturmaktadır.



Finansal piyasaların türlerini listelemek.

Piyasa, arz edenlerle talep edenlerin bir araya geldiği ve değişimin gerçekleştiği yerdir. Finansal piyasalar ise fon fazlası olanlar ile fon açığı olanların karşılaştığı ve fon değişiminin gerçekleştiği piyasalar olarak tanımlanır. Sistem içinde değişik finansal piyasaların varlığından söz edilebilir. İşleme konu olan fonların vadeleri açısından finansal piyasaları sınıflandırdığımızda karşımıza para ve sermaye piyasaları ayrımı çıkmaktadır. Piyasada işlem gören finansal araçların piyasaya çıkış durumuna göre de finansal piyasaları bir gruplamaya tabi tutabiliriz. Bu durumda finansal piyasaları birincil ve ikincil piyasalar olarak ayırırız. Finansal piyasalarda alıcı ve satıcıların bir araya getirilmesi sürecinde, gerekli organizasyonun ve kurumsallaşmanın mevcudiyeti piyasa etkinliği açısından önemlidir. Bu doğrultuda finansal piyasalar, organize ve tezgah üstü piyasalar olarak ayrılmaktadır.



Finansal aracılık türlerini listelemek.

Ekonomide fon akışı finansal araçlar sayesinde kolaylaşıp hızlanır. Dolayısıyla finansal aracılık işlevini yerine getiren finansal araçlar (finansal kurumlar) bu yöntemde oldukça önemlidir. Finansal araçların olmadığı bir piyasada fon aktarım süreci hem daha uzun bir zamanı gerektirecek hem de fonların aktarımı tam olarak gerçekleşemeyecektir. Uygulamada finansal aracılık işlevi gören çeşitli finansal araçlar bulunmaktadır. Aynı zamanda finansal araçlar değişik şekil ve yöntemleri kullanarak fon aktarım işlevlerini yerine getirmektedirler. Finansal sistem içinde aracılık para yaratan finansal araçlar ve para yaratmayan finansal araçlar olarak iki grup altında toplanmaktadır. Mevduat kabul eden finansal kuruluşlar olarak da bilinen para yaratan finansal araçlar; ticaret bankaları, kredi birlikleri, katılım bankaları ve tasarruf kredi birlikleri gibi kurumlardır.



Finansal aracılığın işlevlerini açıklamak.

Finansal araçlar fonların aktarılması ve dönüştürülmesi işlevlerini yerine getirirken fon kullananlara ve fon arz edenlere hizmet vermekte ve aynı zamanda ekonomide birtakım işlevler yerine getirmektedirler. Bu işlevler; işlem maliyetlerinden tasarruf sağlama, asimetrik bilgi sorununun çözümüne yardımcı olma, ekonomide gömülme eğilimini azaltma, vade, miktar ve risk ayarlama olarak sıralanmaktadır.



Finansal araçları ayırt etmek.

Finansal araçlar; fonların değişimi sırasında sahiplik ve el değiştirme olgusunu kanıtlayan, fon aktarım koşullarını ortaya koyan, alacak veya mülkiyet ilişkilerini yansıtan belgelerdir. Finansal sistemde birbirinden farklı özelliklere sahip çok sayıda finansal araç bulunmaktadır. Bunlar işlem gördükleri piyasalara bağlı olarak para piyasası araçları ve sermaye piyasası araçları olarak genel bir sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır. Kısa vadeli fonların değişiminde kullanılan para piyasası araçları; hazine bonoları, finansman bonoları, mevduat sertifikaları, repo, varlığa dayalı menkul kıymetler ve yatırım fonu katılım belgeleri olarak sıralanmaktadır. Orta ve uzun vadeli fonların değişiminde kullanılan sermaye piyasası araçları ise hisse senetleri, tahviller, kâr-zarar ortaklığı belgeleri, gelir ortaklığı senetleri ve eurobond olarak sıralanmaktadır.

Kendimizi Sıyalım

1. Finansal sistemin işlevleri açısından aşağıdakilerden hangisi **söylenemez?**

- Tasarrufların yatırımlara aktarılması
- Fon açığı olanların ihtiyaçlarının karşılanması
- Ekonomide üretkenlik ve verimliliğin geliştirilmesi
- Fon arz edenlerin teşviki ve fon sunumuna aracılık
- Mal ve hizmet talebinin karşılanması

2. Genel anlamda bir sistem tanımında aşağıdakilerden hangisi gerekli **değildir?**

- Bir amaç olmalı
- Çeşitli unsurlar olmalı
- Unsurlararası ilişkiler olmalı
- Bütün unsurlar bir arada olmalı
- Dağınık amaçlar ve ilişkisiz parçalardan oluşmalı

3. Aşağıdakilerden hangisi finansal sistemin **temel amacını** ifade eder?

- Çeşitli finansal fonksiyonları yerine getirmek
- Tasarrufları geliştirmek
- Yatırımları artırmak
- Borç vermek
- Finansal uyumu sağlamak

4. Aşağıdakilerden hangisi finansal sistemin temel unsurlarından **değildir?**

- Fon arz edenler
- Finansal araçlar
- Fon talep edenler
- Hazine
- Finansal araçlar

5. Reel ve finansal piyasaların ayrıldıkları temel nokta aşağıdakilerden hangisidir?

- Reel piyasalar hep mevcuttur.
- Finansal piyasalar daha kapsayıcıdır.
- Reel piyasalarda arz ve talep karşılaşır.
- Finansal piyasalar daha basittir.
- Finansal piyasalarda değişime konu olan şey fonlardır.

6. Aşağıdakilerden hangisi etkin işleyen finansal piyasaların özelliklerinden **değildir?**

- Zamanında ve doğru bilgi sağlama
- Likitide sağlama
- Bankaların sistemdeki etkinliği
- Düşük fon aktarım maliyetleri
- Yeni bilgileri hızlı bir şekilde yansıtan fiyatlar

7. Aşağıdakilerden hangisi, özel şirketlerin kısa vadeli fon ihtiyacını karşılayabilmek amacı ile çıkarttıkları borçlanma aracıdır?

- Özel sektör tahvili
- Mevduat sertifikası
- Hazine bonosu
- Finansman bonosu
- Gelir ortaklığı senedi

8. Aşağıdakilerden hangisi para yaratan finansal araçlardandır?

- Kalkınma ve yatırım bankaları
- Ticaret bankaları
- Sosyal güvenlik kurumları
- Yatırım fonları ve ortaklıkları
- Finansma şirketleri

9. Aşağıdakilerden hangisi finansal araçlarının işlevlerinden birisi **değildir?**

- İşlem maliyetlerinde tasarruf sağlama
- Asimetrik bilgi sorununun çözümü
- Gömüleme eğilimini azaltma
- Yatırımcıları organize etme
- Vade, miktar ve risk ayarlama

10. Hisse senetleri ile ilgili aşağıdaki ifadelerden hangisi **yanlıştır?**

- Anonim şirketlerdeki ortaklık hakkını belgeler.
- Sermaye piyasası aracıdır.
- Menkul kıymettir.
- Faiz getirisi sağlar.
- Tasviyeden pay alma hakkı sağlar.

Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı

1. e Ayrıntılı bilgi için “Finansal Sistem ve Önemi” konusuna bakınız.
2. e Ayrıntılı bilgi için “Finansal Sistemin Yapısı” konusuna bakınız.
3. a Ayrıntılı bilgi için “Finansal Sistemin Yapısı” konusuna bakınız.
4. d Ayrıntılı bilgi için “Finansal Sistemin Yapısı” konusuna bakınız.
5. e Ayrıntılı bilgi için “Finansal Piyasalar ve Türleri” konusuna bakınız.
6. c Ayrıntılı bilgi için “Finansal Piyasalar ve Türleri” konusuna bakınız.
7. d Ayrıntılı bilgi için “Finansal Araçlar” konusuna bakınız.
8. b Ayrıntılı bilgi için “Finansal Aracılık ve Türleri” konusuna bakınız.
9. d Ayrıntılı bilgi için “Finansal Aracılığın İşlevleri” konusuna bakınız.
10. d Ayrıntılı bilgi için “Finansal Araçlar” konusuna bakınız.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Finansal sistemin etkin çalışmaması durumunda, sistem kendinden beklenen işlevleri gereği gibi yerine getirmez. Her şeyden önce fon değişimi gerektiği kadar hızlı ve en az aktarım maliyeti ile gerçekleşmez. Sistem içinde taraflar arasındaki güven ortamı oluşmaz, bu durumda gerekli fonların finansal piyasalara ve dolayısıyla ekonominin işleyişine çekilmesi zorlaşır. Ayrıca sistem yatırımlar için gerekli kaynakları (tasarrufları) yaratamayacağı için “ekonomik büyüme” ve “kalkınma” da bu durumdan olumsuz etkilenecektir.

Sıra Sizde 2

Sistem içindeki fon arz edenlerden biri hane halklarıdır. Buna göre gelirlerinden daha az harcama yapan ve bu anlamda net tasarruları olan bireyler, birikimlerini başkalarının kullanımına sunmak istediklerinde fon arz edicilerdir. Örneğin tasarruflarını gidip bir bankada açtırdığı vadeli mevduat hesabına yatan bir baba, bu bağlamda sisteme fon arz etmiş olur ve fon arz edici olarak kabul edilmelidir.

Sıra Sizde 3

Menkul kıymetleri birincil piyasadan satın alan bir yatırımcının, daha sonra bunları diğer yatırımcılara satması işlemi ikincil piyasa işlemidir. İkincil piyasadaki alım satım işlemi menkul kıymeti ihraç eden işletmeyi doğrudan etkilemez, yani bu işlemden şirkete bir fon girişi olmaz. Ancak, ikincil piyasada menkul kıymetin kolayca el değiştirebilmesi (devredilebilmesi), birincil piyasa işlemlerine olan talebi canlı tutar. Ayrıca ikincil piyasada herhangi bir menkul kıymet için oluşan fiyatlar, ilerleyen dönemlerde ilgili işletmenin yeni ihraçları için referans oluşturmaktadır.

Sıra Sizde 4

Ters seçim, finansal işlemde önce meydana gelen bir asimetric bilgi sorunudur. Ters seçimi şu örnekle ortaya koyabiliriz; eğer bono ve ya tahvil yatırımcısı (borç veren), iyi kaliteli borçlular ile kötü kaliteli borçluları ayıramaz ise, borçluların ortalama kalitesini yansıtan bir faiz oranından kredi verecektir. Sonuç olarak iyi ve kaliteli firmalar, ödemeleri gerekenden daha yüksek bir faiz ödemek zorunda kalacaklardır. Düşük kaliteli firmalar ise ödemeleri gerekenden daha düşük bir faiz ödeyeceklerdir. Bu durumda bazı yüksek kaliteli firmalar piyasayı terk edebilecekler ve piyasada sadece kötü ve kalitesiz olanlar kalacaktır. Ahlaki tehlike ise, finansal işlem meydana geldikten sonra ortaya çıkan bir asimetric bilgi sorunudur. Borç verenler, borç alanların yatırım projelerinin kalitesini tam olarak bilemezler. Aynı zamanda borç alanlar, borç vereni zarara uğratabilecek faaliyetlerle uğraşma dürtüsüne sahip olabilirler. Borç alan kendi güç ve prestijini artıran karsız faaliyetlere de girişebilir. Aynı zamanda borç alanlar, projenin başarılı olması halinde sadece kendilerinin yararlanabildiği, başarısızlık halinde ise zarar borç verenin yüklendiği riskli projelere yatırım yapma eğiliminde olabilirler.

Sıra Sizde 5

Gömüleme, ekonomik birimlerin birikimlerini korumak için geleneksel yöntemleri kullanması ve onları bildikleri ve güvenli kabul ettikleri bir yerde tutmalarıdır. Gömülemenin değişik nedenleri olabilir. Bunlardan biri ekonomik birimlerin finansal sistemi kullanma konusundaki isteksizlikleri ve bilgisizlikleridir. Diğer birikim sahiplerinin ilgisini çekebilecek türde finansal araç olmamasıdır. Bir başkası finansal sistem içindeki finansal aracı (kurum) çeşitliğinin az olmasıdır. Bir başka neden ise içinde yaşanan toplumun gelenek, dinsel ve ahlaki normlarıdır.

Yararlanılan Kaynaklar

- Afşar, M. ve A. Afşar, (2010). **Finansal Ekonomi**, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Akman, C. (2001). **Bireysel Yatırımcının Rehberi**, İstanbul: İletişim Yayınları.
- Canbaş, S. ve H. Doğukanlı, (2001). **Finansal Pazarlar**, İstanbul: Beta yayınları, 3.Baskı,
- Dağlı, H. (2000). **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, Trabzon: Derya Kitabevi, Birinci Baskı.
- Mishkin, F.S. (2004). **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, New York: Addison-Wesley.
- Mishkin, F. S. and S. G. Eakins. (2003). **Financial Markets and Institutions**, New York: Addison-Wesley.
- Parasız, İ. (1997). **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 6.Baskı.
- Şıklar İ. (2010). **Finansal Ekonomi**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını
- Uludağ, İ. ve E. Arıcan. (1999). **Finansal Hizmetler Ekonomisi**, İstanbul: Beta Basım Yayım.

2

Amaçlarımız

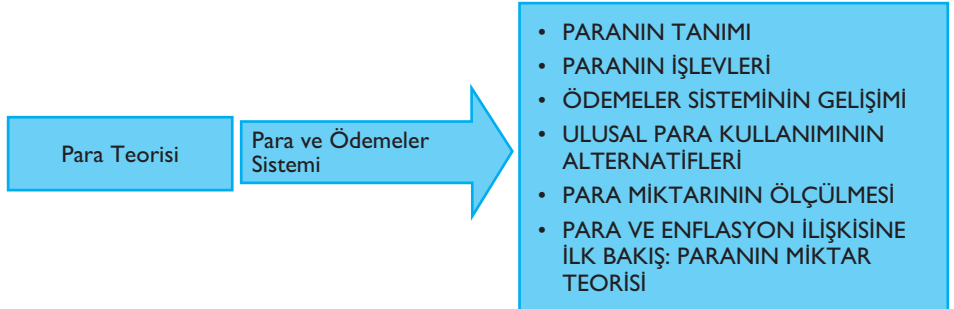
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Paranın olmadığı bir ekonomide yaşanan etkinsizliklerin nedenlerini açıklayabilecek,
- Paranın bir ekonomik yapı içerisinde yerine getirdiği işlevlerin sağladığı kazanımları analiz edebilecek,
- Ödemeler sisteminin önemini ve paranın tarihsel süreç içerisinde geçirdiği değişimi açıklayabilecek,
- Ülkemizde para arzının nasıl ölçüldüğünü tanımlayabilecek bilgi ve becerileri kazanacaklardır.

Anahtar Kavramlar

- Para
- Takas
- Likidite
- Mal Para
- İtibari Para
- Elektronik Para
- Para Arzı

İçindekiler



Para ve Ödemeler Sistemi

PARANIN TANIMI

İktisatçılar parayı “satın alınan mal ve hizmetlerin bedelinin karşı tarafa aktarılmasında ya da borçların geri ödenmesinde genel kabul gören her şey” olarak tanımlamaktadırlar. Genel olarak nakit olarak da nitelendirebileceğimiz banknot ve madeni paralar bu tanıma uymaktadır ve para kapsamında değerlendirilebilecek varlıklardan sadece birini temsil etmektedirler. Para hakkında konuşulduğu zaman çoğu insan cebimizdeki nakitten bahsetmektedir. Örneğin yanımıza yaklaşıp “ya paramı ya da canımı” diyen bir hırsıza “Para olarak tam da neyi kastetmiştiniz?” diye sormak yerine cüzdanimızda bulunan nakit miktarının tamamını veririz.

Buna karşılık parayı sadece madeni para ve banknottan oluşan nakit olarak tanımlamak iktisadi olarak parayı hak ettiğiinden daha dar bir çerçeve içine sıkıştırmak anlamına gelmektedir. Örneğin vadesiz mevduatlar da nakde son derece hızlı bir şekilde dönüşerek mal ve hizmetlerin bedelinin karşı tarafa aktarılmasında ve borçların geri ödenmesinde kullanılabilir.

Para nedir? sorusuna cevap vermeden önce günlük konuşma dilinde sıklıkla paranın eşanlamlısı olarak kullandığımız “gelir” ve “servet” kavramlarıyla “para” arasındaki farklılıkları açıklamak faydalı olacaktır. Aylık olarak yayımlanan bir ekonomik dergisinin her sene açıkladığı, *Türkiye'nin en zenginleri listesinde* yer alan bir kişi hakkında konuşurken o kişinin çok parası olduğunu söyleriz. Aslında, burada kastettiğimiz o kişinin cebinde veya evinde çok fazla kâğıt parasının olduğu değildir. Bunun yerine o kişinin hisse senedi bono, gayri menkuller gibi birçok değerli varlığa sahip olduğu ifade edilmeye çalışılıyordu. Para, sıraladığımız diğer varlıklar gibi **servetin** bir parçasıdır. Ancak “servet” kelimesi sadece para ile açıklanamaz, aynı zamanda tahviller hisse senetleri gayri menkuller gibi diğer pek çok varlık da serveti tanımı kapsamına girer.

Benzer bir şekilde bir kişinin yüksek bir gelir düzeyine sahip olduğunu ifade etmek için o kişinin çok para kazandığını söyleriz. Aslında *gelir*; o kişinin belirli bir zaman diliminde elde ettiği kazançları ifade etmektedir ve tanımı gereği **akım değişkendir**. Buna karşılık para; bir **stok değişkendir** ve zamanın belirli bir noktasında geçerli olan tutarı göstermektedir. Yani ekonomik birimlerin genel olarak gelir ve servetlerinden daha az düzeyde paraya sahip olduklarını söyleyebiliriz.

Görüldüğü gibi para kelimesinin tanımı yapmak kolay değildir. Bu sebeple iktisatçılar paranın bir ekonomide yerine getirdiği işlevleri sıralayarak bu işlevleri yerine getiren her varlığı para tanımı kapsamında kabul etme eğilimindedirler.

Para: Satın alınan mal ve hizmetlerin bedelinin karşı tarafa aktarılmasında ya da borçların geri ödenmesinde genel kabul gören her şeydir.

Servet: Kişinin belli bir ana kadar birikmiş varlıklarının o anki toplam değeridir.

Stok Değişken: Belirli bir zaman noktasında ölçülen ve o an var olan büyüklüğü gösteren bir değişkendir.

Akım Değişken: Bir zaman aralığı içerisinde ölçülmektedir.

Paranın bir ekonomide yerine getirdiği işlevleri daha iyi anlamak için öncelikle paranın olmadığı ve mal ve hizmetlerin, doğrudan diğer mal ve hizmetler ile değiştirildiği bir ekonomiyi yani **takas ekonomisinin** işleyişini ele almak faydalı olacaktır.

Takas Ekonomisi

Takas Ekonomisi: Malın malla değişimine dayanan, değişim aracı olarak paranın kullanılmadığı ekonomidir.

Ekonomik birimler “para” olmadan da faaliyetlerini yürütmeye devam edebilir. Para olmayan bir ekonomide bireyler ürettikleri mal ve hizmetleri, başka mal ve hizmetlerle doğrudan değiştireceklerdir. Bu tür bir alışverişe “takas” denilmektedir. Örneğin takas ekonomisi koşullarında, yetiştirdiği buğdayın öğütülmesini isteyen çiftçi, öğütme hizmetini kendisine sunan değirmen sahibine ödemeyi buğdayının belirli bir kısmını vererek yapacaktır. Değirmen sahibi ise buğday ile ekme yapacak ve bu ekmeği vererek süt veya ihtiyacı olan başka bir malı satın alacaktır. İlke olarak takas ekonomisi koşullarında ekonomik bireyler mal ve hizmetlerini değiş tokuş ederek bütün ihtiyaçlarını karşılayabileceklerdir. Uygulamada ise takas ekonomisinin etkin işlemediği görülmüştür.

Takas ekonomisinin etkin bir şekilde işlememesinin ardından dört temel sebep yer almaktadır. Birincisi, alıcı veya satıcı ticareti gerçekleştireceği ticaret ortağını bulmak için zaman ve çaba harcayacaktır. Örneğimizdeki değirmen sahibi süt almak için ekme vermeye veya buğday öğütmeye hazırdır. Ancak değirmen sahibinin ekme almak isteyen veya buğday öğütmek isteyen bir süt üreticisi bulması gerekmektedir. Yani takas ekonomisinde alışverişe konu olan tarafların her biri karşı tarafın takasa sunmaya hazır olduğu malı almak istemelidir. Bu durum “ihtiyaçların karşılıklı çakışması” olarak isimlendirilmektedir. Mal ve hizmetlerin değiştirilmesi için ticaret ortağı ararken harcanan zaman ve çabaya “**işlem maliyeti**” denilmektedir. Takasa dayalı bir ekonomide işlem maliyeti oldukça yüksektir.

Takas ekonomisi koşullarında yaşanan etkisizliğin ikinci kaynağı ise her bir malın birçok fiyatı olmasından kaynaklanmaktadır. Takas ekonomisi koşulları altında mal ve hizmetlerin fiyatları diğer mal ve hizmetler cinsinden belirlenecektir. Takas ekonomisinin geçerli olduğu bir ekonomide 1 ineği 3 koyunla, 1 ekmeği yarım litre sütle, 1 kilo elmayı 3/4 kilo portakalla değiştirebiliriz. Peki bu ekonomide ineğin, koyunun, ekmeğin veya portakalın fiyatı nedir? Bu sorunun cevabı, her bir malın pek çok farklı fiyatı olduğu şeklindedir. Bir başka ifadeyle her bir malın takasa gireceği malların her biri için ayrı bir fiyatı olacaktır. Örneğin bir ineğin koyun cinsinden bir fiyatı olacağı gibi, portakal cinsinden başka bir fiyatı olacaktır. Sadece 100 malın olduğu bir takas ekonomisinde 4950 fiyat olacaktır. Ancak 10,000 malın olduğu bir takas ekonomisinde 49,950,000 fiyata ihtiyacımız olacaktır. Burada kullandığımız formül, kombinasyon formülünün aynısıdır. N ekonomide var olan malların sayısı olmak üzere, gereksinim duyulan fiyat sayısı aşağıdaki formülle hesaplanır;

$$\frac{N(N-1)}{2}$$

Takas ekonomisinin etkin işlememesinin üçüncü sebebi fiyatların standartlaştırılmasının mümkün olmamasından kaynaklanmıştır. Bütün inekler ve koyunlar birbirinin aynısı değildir. Bir ineğin fiyatını koyun cinsinden ifade ederken sadece koyun sayısını belirlememiz yeterli olmayacak, aynı zamanda koyunların özelliklerini de vurgulamamız gerekecektir. Zaten $N(N-1)/2$ kadar çok sayıda fiyatla uğraşmak zorunda kaldığımız bir ekonomide, bir de fiyatların her birini kendi içeri-

sinde özelliklerine göre belirlemek, işlemleri daha da zorlaştıracaktır. Son olarak takas ekonomisi koşulları altında, servet birikimi sağlamanın ne kadar zor olacağını düşünelim. Paranın olmadığı böyle bir ekonomide servetini biriktirmek isteyenlerin mal depolaması gerekecektir.

PARANIN İŞLEVLERİ

Paranın olmadığı bir ekonominin işleyişini gördükten sonra, şimdi de paranın varlığıyla ekonomiye sağladığı faydaları açıklamaya çalışacağız. Paranın bir ekonomide yerine getirdiği üç temel işlev şu şekilde sıralanabilir:

- Değişim aracı olma
- Hesap birimi olma
- Değer muhafaza aracı olma

Para cebimizdeki kağıt para ve bozuk parayla sınırlandırılmış bir varlık değildir. Yukarıda sıraladığımız bu üç işlevi yerine getiren herhangi bir nesne para olarak kabul edilir.

Değişim Aracı Olma

Paranın bir ekonomide yerine getirdiği temel işlevlerinden birincisi mal ve hizmetlerin bedellerinin ödenmesinde kullanılmasıdır. Günümüz ekonomilerinde piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin tamamında nakit ve çek biçimindeki para değişim aracı olarak kullanılmaktadır. Örneğin bir muhasebeci defter kayıtlarını tuttuğu şirkete sunduğu hizmetler karşılığında ücretini para olarak almaktadır. Muhasebeci hizmetleri karşılığı şirketten kazandığı bu parayla kendisinin ve ailesinin ihtiyaçlarını karşılamak için mal ve hizmet satın almaktadır. Bu süreci farklı bir bakış açısı ile muhasebecilik hizmetlerinin yiyecek, giyecek, gıda ve diğer mal ve hizmetlerle takası şeklinde yorumlayabiliriz. Ancak takas ekonomisi koşullarından farklı olarak mal ve hizmetler doğrudan birbirleriyle takas edilmemekte, onun yerine değişim sürecinde devreye para girmektedir. Para burada değişim aracı olma fonksiyonunu yerine getirmekte ve böylelikle mal ve hizmetlerin el değiştirilmesinde harcanan zamanı en aza indirerek etkinliği artırmaktadır. Bu sayede, para insanların en iyi yaptıkları işte uzmanlaşmalarını ve işbölümü sağlayarak ekonominin daha etkin çalışmasını olanaklı kılmaktadır.

Bir nesnenin değişim aracı olarak kullanılabilmesi için taşıması gereken belli özellikler vardır:

- Standart olmalıdır,
- Genel kabul görüyor olmalıdır
- Bölünebilir olmalıdır
- Taşınması kolay olmalıdır
- Dayanıklı olmalıdır,
- Kolay taklit edilememelidir.

Hesap Birimi Olma

Paranın üstlendiği ikinci işlev, hesap birimi olmasıdır. Bu işlev, paranın ekonomideki değerleri ölçmesini sağlamaktadır. Boyumuzu metre, kilomuzu kilogram ile ölçtüğümüz gibi fiyatları, ücretleri, refah düzeyimizi para ile ölçeriz. Paranın bu işlevi sayesinde ekonomide var olan mal ve hizmetlerin tamamının değişim aracı cinsinden (örneğin lira) ifade edilen tek bir fiyatı vardır. Paranın olmadığı takas ekonomisi koşullarını açıklarken etkisizliğin ikinci kaynağı olarak her bir malın birçok fiyatı olması olgusunu vurgulamıştık. Ekonomide, hesap birimi olma işlevi-

Değişim Aracı Olma: Mal ve hizmetler satın alımlarında genel olarak kabul gören nesnedir.

Paranın Hesap Birimi Olma: İşlevi sayesinde mal ve hizmetlerin değerinin tek bir ölçü birimiyle ifadesi sağlanır.

ni yerine getiren bir varlığın olmaması durumunda mal ve hizmetlerin fiyatları diğer mal ve hizmetler cinsinden belirlenecektir. Bu durumun yarattığı etkisizliği ortadan kaldırmak için parayı devreye sokmak ve ekonomideki tüm malların fiyatlarını tek bir para birimi ile ifade etmek yeterli olacaktır. Hesap birimi olma işlevi aynı zamanda borçların değerlendirilmesi ve muhasebe hesaplarının tutulmasında da büyük yarar sağlamaktadır.

Değer Muhafaza Aracı Olma

Paranın değişim aracı olarak kullanılması için aynı zamanda değer muhafaza aracı olması da gerekmektedir. Yani eğer parayı değişim aracı olarak ödemelerimizde kullanmak istiyorsak paranın bugünden yarına değerini koruması gerekmektedir. Paranın değer muhafaza aracı olması, geliri elde ettiğimiz an ile harcadığımız zaman arasında paranın satın alma gücünü koruması anlamına gelmektedir. Parayı harcamadığımız sürece, elimizde bulunan para miktarı kadar bir satın alma gücünü elimizde harcamaya hazır bulunduruyoruz demektir. Buna karşılık ekonomideki fiyatların hızla arttığı enflasyonist bir ortamda, elimizde bulunan sabit para miktarı ile satın alabileceğimiz mal ve hizmetlerin miktarı azalacaktır. Bu durumda paranın satın alma gücü azalacak ve para değer muhafaza aracı olma işlevini yerine getirememeye başlayacaktır.

Kuşkusuz ki değer muhafaza aracı olarak kullanılan tek araç para değildir. Tahviller, hisse senetleri, gayrimenkuller gibi birçok farklı varlık değer muhafaza amacıyla kullanılabilir. Bunun yanı sıra tahvil, hisse senedi gibi finansal varlıkların değer muhafazasının yanında paraya karşı önemli bir üstünlükleri vardır. Bu varlıklar değer muhafaza aracı işlevini yerine getirdikleri gibi, faiz getirisi ve fiyatlarının yükselmesi gibi çeşitli getiri olanakları da sunmaktadır.

Bu kadar farklı değer muhafaza aracı arasında ekonomik birimlerin parayı değer muhafaza aracı olarak kullanmaya devam etmelerinin en önemli sebebi likiditedir. **Likidite**, bir varlığın bir değişim aracına dönüştürülmesindeki nispi kolaylık ve sürat olarak tanımlanır. Bir finansal varlığın düşük maliyetle ve hızlı biçimde değişim aracına çevrilebilir olması, likiditesinin yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Paranın kendisi doğrudan değişim aracı olarak kullanılmaktadır ve bu özelliği sayesinde en likit varlık olarak bilinmektedir. Finansal varlık talebini etkileyen temel unsurlardan biri “likidite”dir. Hisse senedi mi yoksa bir gayrimenkul yatırımı mı daha yüksek likiditeye sahip diye düşündüğümüzde hisse senedinin likiditesinin daha yüksek olduğu kaçınılmazdır. Çünkü hisse senetleri sermaye piyasası içerisinde çok düşük bir maliyetle hızlı biçimde paraya çevrilebilmektedir. Yani, bir finansal varlığın talebini ilgili varlığın likiditesi etkiler ve likiditesi yüksek bir varlığın talebi de yüksek olur.

Değer Muhafaza Aracı Olma: İşleviyle para zaman içerisinde satın alma gücünün elde tutulmasını sağlar.

Likidite: Herhangi bir varlığın değişim aracına dönüşebilme hızı olarak tanımlanır.

SIRA SİZDE

1

Paranın işlevlerini yerine getiren herhangi bir nesne para olarak kabul edilir. Son günlerde tartışılan bir konu kredi kartlarının para olarak kabul edilip edilemeyeceğidir. Bu konuda sizin düşünceniz nedir?

ÖDEMELER SİSTEMİNİN GELİŞİMİ

Bir ekonomide alışveriş işlemlerinin yürütülme yöntemine “ödemeler sistemi” denilmektedir. Tarih boyunca, farklı coğrafyalarda pek çok farklı nesne değişim aracı olarak işlev görerek para olarak kabul edilmiştir. Örneğin Çin’de bir dönem değişim aracı olarak “ipek” kullanılırken Kuzey Amerika’da “deniz kabukları”, Afrika’da “deniz salyangozu kabukları”, eski Mezopotamya’da ise “tahıl” bu işlevi gör-

müştür. Zaman içerisinde bu ilkel para biçimlerinin yerini altın ve gümüş gibi değerli madenlerin aldığı görülmektedir. Değerli metallerin dayanıklı, taşınabilir ve herkesçe kolay tanınabilmesi gibi özelliklere sahip olmaları nedeniyle alışverişlerde değişim aracı olarak kullanımı genel olarak kabul görmüştür. Ardından, madeni paranın maliyetinin daha düşük olması ve değerinin daha kolay anlaşılabilmesi gibi nedenlerle değerli madenlerin yerini aldığı, madeni para sonrasında kâğıt paranın son derece düşük bir maliyetle üretilmesi ve taşımada çok büyük kolaylıklar getirmesi nedeniyle ortaya çıktığı gözlenmektedir. Buna paralel olarak çeklerin, elektronik fon transferlerinin, kredi kartlarının ortaya çıkmasında yine ihtiyaçların rol oynadığı söylenebilir. Paranın ve ödemeler sisteminin tarih içerisinde geçirdiği değişimlere yakından bakmak, paranın işlevlerini daha iyi anlamamıza yardımcı olacaktır.

Mal Para

Mal para, ekonomik birimlerin tamamı tarafından değerli kabul edilen bir varlığın değişim aracı olarak işlev görmeye başlamasıdır. İlk çağlardan başlayarak birkaç yüzyıl öncesine kadar, mal para bir değişim aracı olarak işlev görmüştür. Mal para olarak en yaygın olarak kullanılan iki maden, altın ve gümüş olarak belirtilebilir. Dayanıklı olmaları ve herkesçe kolay tanınabilmesi ile bilinen bu iki kıymetli maden çok eski zamanlardan bu yana mücevher (kuyum) yapımında kullanılmaktadır. Mal para olarak kullanılan varlıkların en önemli özelliği, bu varlıkların kendiliğinden yüksek bir değere sahip olmalarıdır. Örneğin yanımızda taşıyabileceğimiz kadar küçük miktarda altın ile çok miktarda mal ve hizmet satın alabiliriz. İlk başlarda kıymetli madenler doğrudan kullanılırken zaman içerisinde madeni paralar ve kıymetli madenlere dayalı kâğıt paralar kullanılmıştır.

Madeni Para: Tarihte ilk madeni paranın M.Ö. 100'li yıllarda Çin'de ve M.Ö. 700'li yıllarda Yunanistan'da kullanıldığı bilinmektedir. Yönetimler kıymetli madenlere dayanan madeni paraları standart bir ağırlık ve saflık düzeyinde üretmeye başlamışlardır. Bu sayede yapılan her alışverişte insanların madeni paraları tartma ve paranın içeriğini inceleme ihtiyacı ortadan kalkmıştır.

Eski zamanlarda devletler bastıkları madeni paraların tanınabilmesi için kendi özel mühürlerini paralarda kullanmaktaydı. Örneğin Atina şehir devletinde piyasaya sürülen gümüş madeni paraların ön yüzü tanrıça Athena'nin silueti, arka yüzü ise bir baykuş portresi ile mühürlenmekteydi. Makedonya Kralı Büyük İskender (M.Ö. 356-323) imparatorluğunun piyasaya sürdüğü bütün paraların üzerinde kendi portresinin olmasını istemiştir. Politik liderlerin resimlerinin yer aldığı paraların basımı geleneği böylece başlamıştır.

Kâğıt Paranın Temelleri: Kâğıt para ilk olarak 11. yüzyılda Çin'de, ardından 16. ve 18. yüzyıllar arasında Avrupa'da kullanılmıştır. Kâğıt paranın ilk ortaya çıkışı, bankalarda bulunan altın veya gümüş karşılığı alınan makbuzların bir değişim aracı olarak kullanılmasıdır. Gümüş ve altın paralar kullanırken ve elden ele dolaşırken aşınmakta ve değer kaybetmekteydi. Aynı zamanda, gümüş ve altın paraların ağır olmaları nedeniyle bir yerden başka bir yere nakliyesi çok zordu. Bu durumu engellemek isteyen bazı esnaflar altın karşılığı senetler vermeye başlamışlardır. Kullanıcılar bu senetleri zamanla para gibi kullanmaya başlamışlardır. Başlarda özel bankerler ve bankalar tarafından çıkartılan kâğıt paraları zaman içerisinde devletler basmaya başlamıştır. İnsanlar madeni para taşımaktan daha rahat olduğu için kâğıt paraları taşımayı tercih etmişlerdir. Bu süreçte kasalardaki altın miktarı ile dolaşımdaki kâğıt para miktarı eşittir ve kâğıt para bu şekilde istenildiği zaman

Mal para: Değişim aracı olarak kullanılan altın, gümüş, bakır, tuz, biber, büyük taşlar, deniz kabukları gibi mallardır.

altına çevrilebilmekteydi. Bu açıdan ilk kâğıt paralar da mal paranın bir çeşidi olarak kabul edilebilir.

İtibari Para

Değerli madenlerin aksine mal olarak bir değeri bulunmayan, ancak mal ve hizmetlerin satın alınmasında bir değer ifade eden nesnelere **itibari para** denilmektedir.

Modern ekonomilerde merkez bankaları değeri tamamıyla itibari olan kâğıt paralar basmaktadır. Değer madenlerin aksine mal olarak bir değeri bulunmayan, ancak mal ve hizmetlerin satın alınmasında bir değer ifade eden nesnelere **itibari para** denilmektedir. Günümüzde değişim aracı olarak kullandığımız ve merkez bankası tarafından basılan kâğıt paraların mal olarak bir değeri yoktur. Ancak üzerimizde taşıdığımız bu kâğıtlar, mal ve hizmet satın alımında üzerlerinde yazan miktar kadar değer taşımaktadır. İtibari paranın altın veya gümüş karşılığı bir değeri bulunmamaktadır. Bu kâğıt paralarının değişim aracı olarak kullanılabilmesinin tek sebebi, devletin bu kâğıtları yasal ödeme aracı olarak ilan etmesi ve o ülkenin vatandaşlarının bunu kabul etmeleridir.

Kâğıt para kullanımında genel olarak yaşanan iki sıkıntı; bu paraların çalınmasının kolay olması ve büyük miktarda paranın taşınmasının zor olması olarak belirtilebilir. Bu sorunlara çözüm yaratabilmek amacıyla ödemeler sisteminde gerçekleşen bir sonraki gelişme, bankalarda vadesiz mevduat hesapları bulunanların ödemelerinde çek kullanmaya başlaması olmuştur.

Çek

Çek, bankanızdaki paranızın tamamının veya bir bölümünün banka tarafından lehtar veya hamil olarak isimlendirilen karşı tarafa ödenmesini emreden kıymetli bir evraktır. Çek kullanımı sayesinde yanımızda büyük miktarlarda para taşımak zorunda kalmadan işlemler yapabiliriz. Çek kullanımı paranın nakledilmesi sürecinde karşılaşılan zorlukları azaltıp işlem maliyetini düşürerek ödemeler sisteminin etkinliğinin artmasında önemli rol oynamıştır.

Ancak çekle ödeme sisteminin getirdiği bir takım sorunlar da bulunmaktadır. Çekle yapılan ödemelerin nakde çevrilebilmesi için, bankaya gidilmesi gerekliliği çekle yapılan işlemlerin maliyetini yükseltebilmektedir. Buna ek olarak çek kullanımı tarafların karşılıklı güveninin yüksek olmasını gerektirmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası verilerine göre sadece 2011 yılında karşılıksız çek sayısı 595 bin adet olmuştur. Çeklerin karşılıksız çıkma ihtimalini ortadan kaldırmak için ekonomik birimler farklı ödeme aracı arayışı içine girmişlerdir.

Elektronik Ödemeler ve E-Para

Bir bankada hesap açarak ödemelerin bu banka üzerinden gerçekleştirildiği ya da ödemelerde esas itibarıyla çekin kullanıldığı ödeme sistemlerinin bankacılık sektörü açısından sorunlar yarattığı görülmüştür. Bu sistemlerde ödemeleri gerçekleştirecek bankalar çok sayıda kâğıt belge inceleme yükü altına girmişlerdir. Bu yük, özellikle çekle ödeme söz konusu olduğunda daha da artmıştır. Ayrıca bankaların personel ve şube giderlerinde de büyük artışların olduğu ve personel giderlerinin, banka işletmelerinin tüm giderlerinin, %70-80'ini oluşturmaya başladığı görülmüştür.

Bu süreçte, iletişim teknolojilerindeki gelişmeler ve internet kullanımının gün geçtikçe daha çok yaygınlaşması ile birlikte ödemeler sistemi daha iyi organize olmaya başlamıştır. Teknolojik ilerlemelere bağlı olarak ödemeler sisteminde gerçekleşen bu yenilik ve gelişmelerde şüphesiz bankacılık sektörü önemli bir rol oynamıştır. Bankacılık faaliyetlerinin elektronik ortamda yapılabilmesi için pek çok

yatırım yapılmıştır. Elektronik bankacılığın gelişmesinde atılan en önemli adımlardan biri otomatik vezne makineleri (automatic teller machine-ATM)'lerin ortaya çıkması olmuştur. Başlangıçta, banka müşterilerinin, banka veznesine gitmeden nakit çekebilmelerini sağlamak üzere kurulmuş olan bu sistem, günümüzde başka bir hesaba para transfer etme, para yatırma, hesap ile ilgili bilgi vermek ve hatta kredi başvurusunda bulunmak gibi pek çok farklı işlevi de yerine getirmektedir. Bu şekilde 1983'ten itibaren kullanıma giren otomatik vezne makineleri (ATM), bankacılık işlemlerinde maliyetlerin büyük ölçüde düşmesine neden olmuştur

Ödemeler sisteminin etkinliğini arttıran bir başka önemli yenilik, elektronik fon transferidir (EFT). Elektronik fon transferi, bilgisayar bağlantılı sistemler üzerinden yapılan hızlı para transferleri olarak tanımlanabilir. Satış noktalarında yapılan ödemelerde bir kart aracılığıyla çalışan terminallerden, müşterilerin kendi banka hesaplarından, satıcının banka hesabına para aktarılması fikri, elektronik fon transferinin temelini oluşturur. Debit kart veya diğer elektronik kartların kullanımı transfer işleminin önemli bir unsurudur. Alışverişin hemen sonunda kasiyerde bulunan pos cihazı sayesinde kartın geçerliliği ve müşterinin ödemeyi yapmaya yeterli bakiyesinin bulunup bulunmadığı anında kontrol edilir. Görüldüğü gibi elektronik fon transferi sayesinde debit, ATM ve diğer elektronik kartlar çek gibi kullanılabilen ve sistemin sağladığı anında kontrol imkanı sayesinde çek kullanımının olmazsından olan karşılıklı güven ilişkisi gerekliliği ortadan kalkmaktadır. Bu sistem nakit olmaksızın alışveriş yapabileceği olanağını arttıran etkin bir yöntemdir.

Plastik kartların gelişiminin en son basamağı akıllı kartlar (smart card) ve elektronik para kullanımınıdır. Elektronik para, mikroçipine belli miktarlarda kredinin, ATM'lerden veya POS'lardan yüklenebildiği akıllı kartlardır. Bu sistem kapsamında kendi adımıza kayıtlı ve bazen üzerinde fotoğrafımızın bulunduğu bir kartımız vardır. Bu karta önceden para yükleyip elimizde hazır bir fon olarak bulundurabiliriz. Elektronik para kullanımında devreye bankanın girmesi zorunlu değildir. Tamamıyla bankaların olmadığı bir yapıda da elektronik para sistemi işleyebilir.

Debit Kart: Şekil ve ebat bakımından kredi kartıyla aynı fakat alışveriş tutarının kredili olarak ödemek yerine doğrudan sahibinin hesabından düşüren kart çeşididir.

Elektronik ödemeler ve e-para ile ilgili daha geniş bilgi için, Görkem Ketenci'nin, T.C. Merkez Bankasına sunduğu "Finansal Yeniliklerin Banknot Kullanımına Etkileri" isimli uzmanlık tezine bu adresten ulaşabilirsiniz. "<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/gorkemketenci.pdf>"



İNTERNET

ULUSAL PARA KULLANIMININ ALTERNATİFLERİ

Merkez bankalarının ihraç edip piyasaya sürdüğü "itibari paralar" birçok ülkede ulusal para birimi olarak işlevlerini yerine getirmektedir. Ancak özellikle yüksek ve kronik enflasyon dönemlerinde ulusal paranın başta "değer muhafaza aracı olma" işlevi olmak üzere işlevlerini yerine getiremediği örnekler de vardır. Ulusal paranın kullanılmasına son verildiği bir diğer örnek ise Avrupa Birliğinde yer alan ülkelerin ekonomik birlik oluşturmak için yerli para birimi yerine ortak bir para birimi kullanmaya başlamalarıdır. Bu başlık altında ulusal para kullanımının üç alternatifi üzerinde durulacaktır.

Dolarizasyon

En basit tanımıyla bir ülkenin kendi ulusal para birimi dışında başka bir yabancı para birimini ulusal piyasalarında kullanmasıdır. Genellikle bu yabancı para birimi ABD doları olmuştur. Bu sebeple bu olgu **dolarizasyon** olarak adlandırılmaktadır. Ancak dolarizasyon sadece ABD doları için geçerli değildir, herhangi bir yabancı para biriminin ulusal para birimi yerine kullanılması *dolarizasyon* olarak kabul edilir.

Dolarizasyon: Bir ülkede yaşayanların başka bir ülke parasını değişim aracı ve hesap birimi olarak kullanmasıdır.

Dolarizasyon hükümetler kanalıyla gerçekleştirilebileceği gibi, ekonomik birimler hükümet kararlarından bağımsız olarak yerli para yerine yabancı para kullanmaya başlayabilirler. Dolarizasyonun yaşanmasında etkili olan en önemli faktör yüksek enflasyon rakamları ve bunun sonucunda yerli paranın sürekli ve hızlı bir şekilde değer kaybetmesidir. Böyle bir ekonomide, tüketicilerin ve firmaların ulusal paraya duydukları güven aşınacak ve ekonomide değişim aracı ve değer biriktirme aracı olarak tutulmaya başlayan yabancı para miktarı hızla artacaktır.

Yüksek ve kronik enflasyonla mücadelelerinde başarısız olan ve paralarındaki değer kayıplarını engelleyemeyen hükümetlerin para basmayı bıraktığı ve resmî olarak dolarizasyonu tercih ettiği örnekler de vardır. Örneğin Ekvator 2000 yılından bu yana, Zimbabve ise 2009 yılından bu yana resmî olarak Amerikan doları kullanmaktadır.

Para Kurulu

Ulusal paranın değerini seçilen yabancı para biriminin değerine sabitleyerek para yaratan bir parasal kuruluştur. Para kurulunun en belirgin özelliği, merkez bankasının döviz rezervi kadar sisteme yerli para arz etmesidir. Her ne kadar ulusal para kullanılmaya devam edilse de, ulusal paranın değeri tamamıyla yabancı bir para birimine endekslenmiştir. Bu sistemde merkez bankası fonksiyonlarını kaybetmektedir. Merkez bankası ancak döviz rezervindeki artış kadar yerli para basıp piyasaya sürebilecektir. Para kurulu uygulaması başlatılırken iki yöntem kullanılmaktadır. Birincisi, ülke merkez bankası para kurulu haline dönüştürülmektedir. Geçmiş ülke deneyimleri incelendiğinde genel olarak merkez bankasının para basma dışındaki görevlerinin diğer kurumlara ve bankalara dağıtıldığı gözlenmektedir. Bu durumda merkez bankası diğer sorumluluklarını bırakıp para kurulu olarak faaliyete başlayacaktır. İkincisi, merkez bankasından bağımsız bir para kurulu oluşturulur ve merkez bankası para basma yetkisini bu kurula devreder.

Ödemeler sisteminin gelişimi başlığı altında incelediğimiz *mal paraya* günümüzde en yakın olan kavram para kuruludur. Bu sistemde, uluslararası piyasalarda işlem gören istikrarlı bir para birimi *çapa* olarak seçilir ve ulusal para birimi bu yabancı para birimine sabitlenir. Örneğin 1991 ile 2001 yılları arasında Arjantin'de bir para kurulu oluşturulmuş ve 10 yıllık bu süre boyunca ulusal para birimi rezerv para birimine birebir oranında eşitlenerek 1 peso eşittir 1 dolar eşitliğinden işlem görmüştür. Mal para ile arasındaki tek fark, paranın bir kıymetli madenler gibi bir mala değil de başka bir itibari para birimine sabitlenmesidir.

Dolarizasyon uygulamasında olduğu gibi para kurulu uygulamasının da temel amacı enflasyonist sürecin sonunda ulusal paranın değerinde meydana gelen aşınma ile mücadele etmektir. Yalnız dolarizasyon uygulamasında başka ülkenin para birimi, o ülkenin resmi para birimi haline gelirken para kurulunda o ülkenin parasının değeri sadece yabancı paraya sabitlenmektedir.

Parasal Birlik

Parasal birlik, iki ya da daha fazla ülkenin kendi ulusal para birimlerini kullanmayı bırakıp aynı para birimini kullanmasıdır. Parasal birlik genellikle beş adımdan oluşan bir sürecin sonunda hayata geçer. Buna göre öncelikle döviz kurlarında birlik sağlanması, ortak bir fon mekanizmasının işletilmesi, ekonomi politikalarının eşgüdümünün sağlanması ve ortak rezerv yönetimini gerçekleştirip ortak para politikasını yürütecek tek bir merkez bankasının faaliyete geçmesi gerekmektedir. Son aşamada ise birliğe üye ülkelerin ulusal paralarının yerine tek bir ortak para biriminin dolaşıma çıkarılması gerçekleştirilecektir.

Parasal Birlik: İki ya da daha fazla ülkenin aynı para birimini kullanmasıdır.

Parasal birlik, dolarizasyondan farklı olarak ülkelerin karşılıklı ortak bir para birimini kullanmalarını içerir. Günümüzde Avrupa, Batı Afrika, Karayipler gibi dünyanın farklı bölgelerinde parasal birlik uygulamaları bulunmaktadır. Bunlar arasında en iyi bilinen parasal birlik uygulaması 1999 yılında Avrupa Birliğine üye 11 ülke tarafından kurulan Euro bölgesidir. 2011 yılı itibarıyla 17 üyesi olan Euro bölgesinin kuruluşuyla birlikte Fransız frangı ve Alman markı gibi o güne kadar uluslararası piyasalarda oldukça önemli bir yere sahip olan para birimleri kullanımdan kalkmıştır. Euro bölgesinin para politikası Almanya'nın Frankfurt kentinde bulunan Avrupa Merkez Bankası tarafından yürütülmektedir.

Euro bölgesinin kuruluşunda Almanya, Fransa ve diğer Avrupa ülkelerinin ulusal paralarını bırakıp ortak para birimi kullanmaya başlamalarının nedeni nedir?

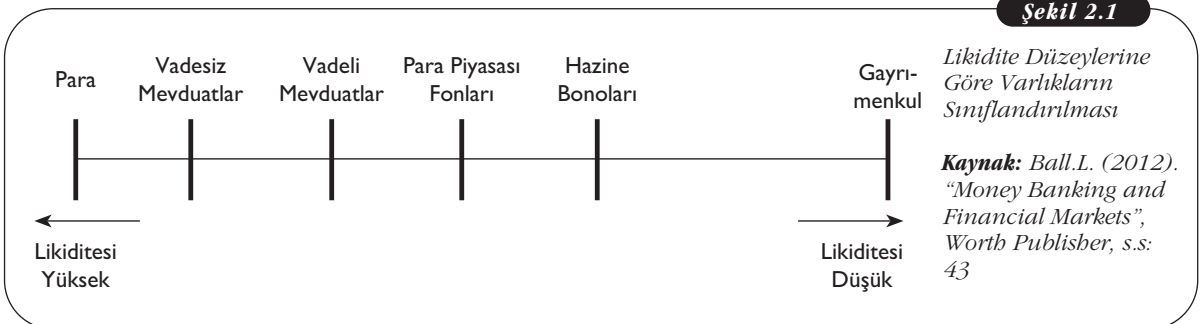


PARA MİKTARININ ÖLÇÜLMESİ

Hane halkları, firmalar ve politika yapımcıları para miktarının ölçülmesi ile yakından ilgilidirler çünkü bir ekonomide bulunan para miktarı ile faiz oranları, üretim ve istihdam düzeyindeki değişimler ve en önemlisi de enflasyon arasında güçlü bir ilişki vardır. Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinin sürekli olarak artması olarak tanımlanabilir. Enflasyonun yaşandığı bir ekonomik ortamda belirli bir süre önce satın aldığımız bir mal sepetinin aynısını satın almak için daha fazla ödemeniz gerekecektir. Bir başka açıdan, enflasyon paranın değerini düşüren bir olgudur ve enflasyonun öncelikli sebeplerinden birisi bir ekonomide fazla para bulunmasıdır.

Enflasyonla para arasındaki bu ilişkinin varlığının kanıtlanabilmesi için öncelikle ekonomimizde ne kadar para olduğunu ölçebilmemiz gerekmektedir. Bu kolay bir iş değildir. Para miktarının ölçülmesi ile ilgili farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlardan ilki, para miktarının paranın öncelikli işlevi olan değişim aracı olma işlevine bağlı olarak ölçülmesi gerektiğini savunmaktadır. Eğer paranın tanımını değişim aracı olma işlevinden yola çıkarak yapar ve buna bağlı olarak değişim aracı olarak kabul edilen bütün araçları para olarak ölçmeyi deneyebiliriz. Ancak çeklerden, e-para kullanımına kadar para dışında birçok ödeme yani değişim aracı olduğu için bu yöntemle bir sonuca varmamız oldukça zordur.

Bunun yerine geçecek alternatif bir yöntem ise finansal varlıkları likiditelerine göre sınıflandırmak ve paranın tanımına likiditeyi kullanarak ulaşmak olabilir. Likiditeyi bir varlığın bir değişim aracına dönüştürülmesindeki nispi kolaylık ve sürat olarak tanımlamıştık. Likiditesine göre ayırdığımız varlıklar arasından likiditesi yüksek olanları ödeme aracı olarak kabul edebiliriz. Şekil 2.1. farklı finansal varlıkların likidite düzeylerini göstermektedir. Buradaki sıralama likiditesi en yüksek varlık olan para ile başlamakta ve likiditesi daha düşük olan varlıklara doğru devam etmektedir.



Vadesiz mevduatlar, aynı zamanda "çeki tabi mevduat" olarak da adlandırılmaktadır.

Parayı doğrudan değişim aracı olarak kullanabiliriz, bu sebeple en likit varlık olarak parayı kabul ederiz. Şeklimizde paranın ardında **vadesiz mevduatlar** gelmektedir. Vadesiz mevduatların en temel özelliği, istenildiği anda bankadan çekilerek nakde dönüştürülebilir olmalarıdır. Bu özelliklere bağlı olarak vadesiz mevduatları neredeyse para kadar likit kabul ederiz. Ardından vadeli mevduatlar gelmektedir. Vadeli mevduatları kolaylıkla ATM'lerden vadesiz mevduata çevirip nakit olarak çekebiliriz. Özellikle ATM'lerin yaygınlaşması, internet bankacılığı gibi yenilikler vadeli mevduatların likiditesini arttıran faktörler olmuştur. Liste bu şekilde devam etmektedir. Listenin likiditesi en düşük varlıklarından biri gayrimenkullerdir. Sahip olduğumuz bir konutu satarak nakde dönüştürebiliriz ancak bu süreç gerçekten zaman gerektiren ve yorucu bir süreç olacaktır.

Varlıkları yukarıdaki gibi likiditesine göre sıraladıktan sonra, listemizin belli bir noktasına karar verip buradan itibaren çizdiğimiz çizginin gerisinde kalan bütün varlıkları para olarak kabul edebiliriz. Peki, para tanımı kapsamına girecek varlıkların ne kadar likit olması gerektiğine nasıl karar vereceğiz? Görüldüğü gibi paranın tanımını yaparken karşılaştığımız güçlükler benzer bir şekilde para miktarının ölçülmesinde hangi varlıkların para olarak kabul edileceğine karar vermemiz de güç olmaktadır. Para miktarını ölçmek için tek bir tanım belirlemek yerine **parasal büyüklükler** adını verdiğimiz birden fazla para arzı tanımıyla farklı büyüklükleri hesaplarız. İşte likiditesi en yüksek olan bu üç varlık; dolaşımdaki nakit, vadesiz mevduatlar ve vadeli mevduatlar, ülkemizde ve diğer ekonomilerde en çok kullanılan M1, dar tanımlı para arzı ve M2, geniş tanımlı para arzı, tanımlarının bileşenlerini oluşturmaktadır.

T.C. Merkez Bankasının 2005 yılından bu yana M1, M2 ve M3 olmak üzere üç ayrı para arzı tanımı kullanmaktadır.

Dar tanımlı para arzı olarak bilinen **M1** para arzı tanımı dolaşımdaki nakit (C) ve vadesiz mevduatların (D) toplamından oluşmaktadır. Gördüğünüz gibi M1 para arzı tanımına giren dolaşımdaki nakit ve vadesiz mevduatlar finansal sistemin likiditesi en yüksek iki varlığıdır.

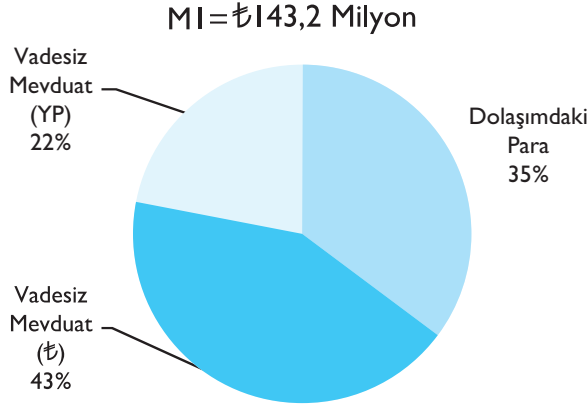
$$M1=C+D$$

M1 para arzı tanımı gösteren eşitlikte C ile gösterdiğimiz **dolaşımdaki nakit** emisyon hacminden bankaların kasalarında bulunan nakdin çıkartılmasıyla bulunmaktadır.

Vadesiz mevduatlar, D, kalemi ise mevduat bankaları, katılım bankaları ve merkez bankasında bulunan vadesiz mevduatlarının toplamından oluşmaktadır. 2005 yılından bu yana yabancı para cinsinden tutulan vadesiz mevduatlar da M1 para tanımı kapsamında hesaplanmaktadır. Şekil 2.2'de gösterildiği gibi, 2011 yılı sonu itibarıyla M1 para stoku miktarı ₺143 milyar civarındadır. Bu miktarın %65'lik kısmı bankalarda yerli ve yabancı para cinsinden tutulan vadesiz mevduatlardır. %35'lik kısmı ise halkın elinde nakit olarak bulunmaktadır.

Emisyon Hacmi: Merkez Bankası tarafından piyasaya sürülen banknotların toplam tutarını ifade etmektedir.

Şekil 2.2



2011 Yılı Sonu itibariyle M1 Para Arzının Dağılımı: Türkiye'de dar tanımlı M1 para arzının sadece %35'i dolaşımdaki nakitten oluşmaktadır. Geri kalan %65'lik kısmı ise bankalardaki vadesiz mevduatlardan oluşmaktadır. %65 oranı bize para arzı sürecinde bankacılık sisteminin önemini göstermektedir.

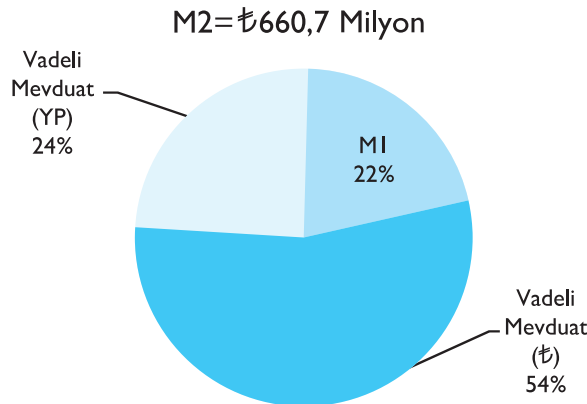
Geniş tanımlı para arzı olarak tanımlanan **M2** para stoku T.C. Merkez Bankası tarafından hesaplanan ikinci para arzı tanımıdır. M2 para arzı tanımı, M1 para arza mevduat bankaları, katılım bankaları ve T.C. Merkez bankasındaki vadeli mevduatların eklenmesiyle bulunur. TD vadeli mevduatları gösterirken, M2 para arzı aşağıdaki şekildedir;

$$M2 = M1 + TD$$

M1 para arza vadeli mevduatların eklenmesiyle bulunan M2 para stoku 2011 yılı sonu itibariyle yaklaşık ₺660 milyar düzeyindedir. Şekil 2.3'ten de görülebileceği gibi, M1 para stoku miktarı, M2 para stoku içerisinde sadece %22 gibi küçük bir oranı kaplamaktadır. Geri kalan %80'e yakın kesim vadeli mevduatlardan oluşmaktadır. Kolaylıkla ATM'lerden vadesiz mevduata çevirip nakit olarak çekilebilen vadeli mevduatlar, özellikle ATM'lerin yaygınlaşması, internet bankacılığı gibi yenilikler sayesinde daha fazla tercih edilmeye başlanmıştır.

İhraç Edilen Menkul Kıymetler: Bankalarca yurt içinde Türk lirası üzerinden ihraç edilen ve orijinal vadeleri 2 yıla kadar olan tahvil ve bonolardır.

Şekil 2.3



2011 Yılı Sonu itibariyle M3 Para Arzının Dağılımı: 2011 yılının sonu itibariyle vadeli mevduatların M2 içindeki payı %80'e yaklaşmıştır.

T.C. Merkez Bankasının yaptığı en geniş para tanımı M3 para arzı tanımıdır. M3 para tanımını aşağıdaki gibi gösterebiliriz:

$$M3 = M2 + \text{Repo} + \text{Para Piyasası Fonları} + \text{İhraç Edilen Menkul Kıymetler}$$

şeklinde yazabiliriz. Tablo 2.1'de, parasal büyüklüklerinin 2011 yılı sonu itibariyle T.C. Merkez Bankası tarafından hesaplanan değerleri gösterilmektedir.

Tablo 2.1
Para Arzı
Büyüklükleri

Parasal Büyüklükler	Aralık 2011 (milyon TL)
M1 = Dolaşımdaki Para	50.3
+ Vadesiz Mevduatlar (₺)	62.1
+ Vadesiz Mevduatlar (YP)	31.7
Toplam M1	144.1
M2 = M1	
+ Vadeli Mevduatlar (₺)	359.4
+ Vadeli Mevduatlar (YP)	158.3
Toplam M2	661.9
M3 = M2	
+ Repo	48
+ Para Piyasası Fonları (B tipi likit fonlar)	21
+ İhraç Edilen Menkul Kıymetler	10.4
Toplam M3	698.2

SIRA SİZDE



Aşağıda yer alan her bir işleme bağlı olarak M1 ve M2 para stoklarında meydana gelecek değişimleri (artma veya azalma şeklinde) açıklayınız.

- Yatırım hesabınızda yer alan hisse senetlerinin bir kısmını satarak bu parayı vadeli mevduat hesabınıza yatırarsanız,
- Vadeli mevduat hesabınızda yer alan paranızın tamamını vadesiz mevduat hesabınıza transfer ederseniz,
- Uzun zamandır giymediğiniz montunuzun cebinde 50 lira bulur ve bu parayı vadesiz mevduat hesabınıza yatırarsanız.

Para ile Enflasyon İlişisine İlk Bakış: Paranın Miktar Teorisi

Para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi açıklayan görüşler eski Yunan filozoflarından Aristoteles'e kadar gitmektedir. Buna karşılık, para ile enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışan ilk teorilerden birisi paranın miktar teorisi-dir. 20. yüzyılın başlarında Amerikalı ekonomi profesörü Irving Fisher para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi açıklığa kavuşturmak için **paranın miktar teorisini** geliştirmiştir. Fisher ekonomik birimlerin sadece işlem amacıyla kullanmak için para talep ettiklerini yani paranın tutulmasının tek sebebinin mal ve hizmet satın almak olduğunu kabul eder. Fisher'in teorisinin temelleri bir özdeşlik niteliğinde olan değişim denkleminde dayanmaktadır,

$$M.V \equiv P.Y \quad (1)$$

Bu denklem, para miktarı, M; ile paranın dolaşım hızının, V, çarpımının o ekonomideki fiyatlar genel düzeyi, P, ile üretim düzeyinin, Y, çarpımına eşit olduğunu göstermektedir. İktisada Giriş dersinizden hatırlayabileceğiniz gibi ekonomideki fiyatlar genel düzeyini ölçmenin farklı yöntemleri vardır. Bu denklem kapsamında fiyatları ölçmede en uygun yöntem, GSYİH'ya dâhil olan bütün mal ve hizmetleri kapsayan GSYİH Deflatörü olacaktır. Üretim düzeyi ile fiyatlar genel düzeyini çarpığımızda ise nominal GSYİH'yı elde ederiz. Yani eşitliğin sağ tarafı nominal GSYİH değerine eşittir.

Dolaşım hızı, gözlenebilen bir değişken değildir. Fisher paranın dolaşım hızını bir birim paranın mal ve hizmet satın almak için ortalama olarak kaç kez el değiştirdiği olarak tanımlamıştır.

$$V \equiv \frac{P.Y}{M} \quad (2)$$

Örneğin bir yıl içerisinde ölçülen toplam para miktarı 300 lira ise ekonomik birimlerin 1500 liralık harcama yapabilmesi için bu ekonomide mevcut bulunan her bir liranın ortalama olarak 5 kere el değiştirmesi gerekir. Dolaşım hızını, yıllık ortalama harcama miktarını (P.Y) ekonomideki para miktarına (M) bölümü olarak tanımladığımız zaman değişim denklemi tanım gereği doğru olacaktır. (3) nolu denklem bu nedenle eşitlik şeklinde yazılmıştır.

Değişim denklemi bu haliyle bir teoriden ziyade bir denklem niteliğindedir. Irving Fisher değişim denklemini bir para talebi teorisine dönüştürebilmek için paranın dolaşım hızının sabit olduğunu varsayımıştır. Fisher'e göre, paranın dolaşım hızı insanların hangi sıklıkla gelir elde ettikleri, ne sıklıkla alışveriş yaptıkları gibi oldukça yavaş değişim gösteren faktörlere bağlıdır. Bu nedenle paranın dolaşım hızını sabit olduğunu iddia etmiştir. Fisher'in bu iddiası doğru olabileceği gibi yanlış da olabilir. Dolaşım hızının sabit olduğu yönünde yaptığımız bu varsayım ile birlikte miktar denklemi miktar teoremine, özdeşliğimiz ise eşitliğe dönüştürmüştür.

$$M \cdot \bar{V} = P \cdot Y \quad (3)$$

Eşitlikte, V değişkeni üzerinde bulunan yatay çizgi bu değişkenin sabit olduğu şeklindeki varsayımımızı göstermektedir.

Para arzındaki değişimlerin enflasyon üzerindeki etkisini açıklayabilmek için (3) nolu eşitlikle gösterdiğimiz değişim denkleminde ifade edilen değişkenler değişim oranları şeklinde ifade edilirse:

$$\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta Y}{Y} \quad (4)$$

şeklinde yeniden yazmamız gerekir. Δ sembolü, delta olarak okunmaktadır ve değişim miktarını ifade etmek için kullanılır. Dolaşım hızı (V) sabit olduğu için, dolaşım hızının değişim oranı sıfıra eşit olacaktır. Fiyatlardaki yüzde değişim miktarı da enflasyonu göstermektedir. Bu iki bilginin ışığında aşağıdaki eşitliği yazabiliriz

$$\frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta Y}{Y} \quad (5)$$

Elde ettiğimiz bu son eşitliği eşitliği sözel olarak ifade edersek,

Enflasyon Oranı = Para Miktarındaki % Değişme - Üretim Hacmindeki % Değişme

Bu eşitliğe göre, para arzı miktarı reel GSYİH'nın büyüme oranından daha hızlı artarsa enflasyona sebep olacaktır. Para ve enflasyon arasında ortaya konan bu ilişkinin doğru olması her şeyden önce dolaşım hızının sabit olması varsayımının geçerliliğine bağlıdır. Yapılan çeşitli çalışmalar, Türkiye dâhil, birçok ekonomide dolaşım hızının sabit olmadığını göstermektedir. Buna karşılık, yüksek enflasyon yaşanan ekonomilerde para arzının da hızla arttığı görülmektedir. Paranın miktar teorisi, para miktarındaki değişmelerle fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkiyi ortaya koyan ilk teorilerden birisidir ve para ile enflasyon arasındaki ilişki kitabın ilerleyen bölümlerinden daha ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

Özet



Paranın olmadığı bir ekonomide yaşanan etkinsizliklerin nedenlerini açıklayabilmek.

Paranın olmadığı bir ekonomide, bireyler ürettikleri mal ve hizmetleri, başka mal ve hizmetlerle doğrudan değiştireceklerdir. Bu tür ekonomilere **takas ekonomisi** denilmektedir. Takas ekonomisinin etkin bir şekilde işlememesinin ardından dört temel sebep yer almaktadır. Birincisi, alıcı veya satıcı ticareti gerçekleştireceği ticaret ortağını bulmak için harcadığı zaman ve çabanın çok yüksek olması ve buna bağlı olarak **işlem maliyetinin** artmasıdır. Takas ekonomisi koşullarında yaşanan etkinsizliğin ikinci kaynağı ise her bir malın birçok fiyatı olmasından kaynaklanmaktadır. Takas ekonomisinin etkin işlememesinin üçüncü sebebi fiyatların standartlaştırılmasının mümkün olmamasından kaynaklanmaktadır. Son olarak takas ekonomisi koşullarında servet birikimi sağlamak oldukça zordur.



Paranın bir ekonomik yapı içerisinde yerine getirdiği işlevlerin sağladığı kazanımları analiz edebilmek.

Paranın bir ekonomide yerine getirdiği temel işlevlerinden birincisi mal ve hizmetlerin bedellerinin ödenmesinde kullanılmasıdır. Bir nesnenin değişim aracı olarak kullanılabilmesi için taşıması gereken belli özellikler ise şunlardır: Standart olmalıdır, genel kabul görüyor olmalıdır, bölünebilir olmalıdır, taşıması kolay olmalıdır, dayanıklı olmalıdır, kolay taklit edilememelidir. Paranın üstlendiği ikinci işlev hesap birimi olmasıdır. Bu işlev, paranın ekonomideki değerleri ölçmesini sağlamaktadır. Paranın değişim aracı olarak kullanılması için aynı zamanda değer muhafaza aracı olması da gerekmektedir. Paranın üçüncü işlevi olan değer muhafaza aracı olma işlevi, geliri elde ettiğimiz an ile harcadığımız zaman arasında paranın satın alma gücünü koruması anlamına gelmektedir.



Ödemeler sisteminin önemini ve paranın tarihsel süreç içerisinde geçirdiği değişimi açıklayabilmek.

Bir ekonomide alışveriş işlemlerinin yürütülme yöntemine “ödemeler sistemi” denilmektedir. Tarih boyunca, farklı coğrafyalarda pek çok farklı nesne değişim aracı olarak işlev görerek para olarak kabul edilmiştir. Zaman içerisinde ilkel para biçimlerinin yerini altın ve gümüş gibi değerli madenlerin aldığı görülmektedir. Ardından, yine değerli madenlere dayalı olarak çıkartılan fakat standart bir ağırlık ve saflık düzeyinde üretilen madeni paralar kullanılmıştır. Madeni paraları, değerli madenler karşılığında kağıt paralar takip etmiştir. Özellikle 20. yüzyılın başlarından itibaren mal olarak bir değeri bulunmayan, ancak mal ve hizmetlerin satın alınmasında bir değer ifade eden nesnelere “itibari para” denilmektedir. İtibari parayla birlikte sırasıyla çeklerin, elektronik fon transferlerinin ortaya çıkmasında yine ihtiyaçların rol oynadığı söylenebilir.



Ülkemizde para arzının nasıl ölçüldüğünü tanımlayabilmek.

Ülkemizde kullanılan para arzı ölçümleri T.C. Merkez Bankası tarafından belirlenmektedir. Para ölçümlerine parasal büyüklükler de denilmektedir. T.C. Merkez Bankasının 2005 yılından bu yana M1, M2 ve M3 olmak üzere üç ayrı para arzı tanımı kullanmaktadır. Dar tanımlı para arzı olarak bilinen M1 para arzı tanımı dolaşımdaki nakit (C) ve vadesiz mevduatların (D) toplamından oluşmaktadır. Gördüğümüz gibi M1 para arzı tanımına giren dolaşımdaki nakit ve vadesiz mevduatlar finansal sistemin likiditesi en yüksek iki varlığıdır. Geniş tanımlı para arzı olarak tanımlanan M2 para stoku T.C. Merkez Bankası tarafından hesaplanan ikinci para arzı tanımıdır. M2 para arzı tanımı, M1 para arzına mevduat bankaları, katılım bankaları ve T.C. Merkez bankasındaki vadeli mevduatların eklenmesiyle bulunur. T.C. Merkez Bankasının yaptığı en geniş para tanımı, M3 para arzı tanımıdır. M2 para arzı büyüklüğüne repo, para piyasası fonları ve ihraç edilen menkul kıymetlerin eklenmesiyle bulunur.

Kendimizi Sınayalım

1. Aşağıdaki ifadelerden hangisi para ile gelir arasındaki farkı göstermektedir?
 - a. Para akım, gelir ise stok değişkendir.
 - b. Para stok, gelir ise akım değişkendir.
 - c. Para ile gelir arasında bir fark yoktur, her ikisi de akım değişkendir.
 - d. Para ile gelir arasında bir fark yoktur, her ikisi de stok değişkendir.
 - e. Para, geliri kapsayan bir varlıktır.
2. Aşağıdaki varlıkları likidite düzeylerine göre likiditesi yüksek olandan düşük olana doğru sıralarsak, hangisi doğru olur?
 - a. Tahvil, konut, para
 - b. Para, tahvil, konut
 - c. Para, konut, tahvil
 - d. Ev, tahvil, para
 - e. Ev, para, tahvil
3. Aşağıdakilerden hangisi 100 malın satıldığı bir takas ekonomisinde mevcut olan fiyat sayısını göstermektedir?
 - a. 1,000
 - b. 4,950
 - c. 10,000
 - d. 5,961
 - e. 6,720
4. Aşağıdaki ifadelerden hangisi ekonomik birimlerin ev tutmanın avantajlarına sahip olmak yerine para tuttuklarını gösteren doğru bir ifadedir?
 - a. Para, likiditesi en yüksek varlıktır.
 - b. Para, servetin korunduğu tek varlıktır.
 - c. Paranın değeri, diğer varlıkların değerinden daha hızlı artar.
 - d. Para, piyasa ekonomisinde vergi avantajı sağlar.
 - e. Para, getirisi en yüksek olan varlıktır.
5. Aşağıdakilerden hangisi TCMB'nin yaptığı M3 para arzı tanımını içerisinde yer alan bir değişken **değildir**?
 - a. B tipi likit fon
 - b. Vadeli mevduatlar
 - c. Vadesiz mevduatlar
 - d. Repo
 - e. A tipi likit fon
6. Aşağıdaki ifadelerden hangisi ödemeler sisteminin zaman içerisindeki değişimini göstermektedir?
 - a. Takas, kıymetli mal para, kağıt para, çek, elektronik fon transferi
 - b. Takas, kıymetli mal para, çek, kağıt para, elektronik fon transferi
 - c. Takas, çek, kağıt para, kıymetli mal para, elektronik fon transferi
 - d. Takas, çek, kağıt para, elektronik fon transferi
 - e. Takas, kağıt para, çek, elektronik fon transferi
7. Aşağıdakilerden hangisi itibari para ile ilgili doğru bir ifadedir?
 - a. İtibari paranın, para olarak kullanılmadığında bir değeri yoktur.
 - b. İtibari paranın birçok gelişmiş ülkedeki kullanımı yasadıdır.
 - c. İtibari para, kıymetli metallerin bir türüdür.
 - d. İtibari para, üzerinde yazan değerden daha düşük miktarda işlem yapılan bir paradır.
 - e. İtibari para, değer muhafaza aracı olma işlevine sahip değildir.
8. Aşağıdaki ifadelerden hangisi para kullanımı ile ekonomik etkinliğin artması arasındaki ilişkiyi en doğru şekilde açıklamaktadır?
 - a. Para, ekonomik etkinliği artırmaktadır çünkü üretimi bir maliyet yaratmamaktadır.
 - b. Para, ekonomik etkinliği artırmaktadır çünkü uzmanlaşmayı azaltır.
 - c. Para, ekonomik etkinliği artırmaktadır çünkü işlem maliyetlerini azaltır.
 - d. Para, ekonomik etkinliği artırmaktadır çünkü likiditesi çok düşüktür.
 - e. Paranın ekonomik etkinlik üzerinde bir etkisi yoktur.

9. Aşağıdaki ifadelerden hangisi M2 para arzı tanımıyla ilgili doğru bir ifadedir?

- M2'nin toplam değeri, M1'in toplam değerinden düşüktür.
- M2'nin toplam değeri, M1'in beş katı kadardır.
- M2'yi oluşturan değişkenler vadesiz mevduatlar, vadeli mevduatlar ve dolaşımdaki paradır.
- M2'yi oluşturan değişkenler repo ve B tipi likit fondur.
- M2'nin değeri, M3'ün toplam değerinden daha büyüktür.

10. Paranın miktar kuramına göre enflasyonu %2 düzeyinde tutmak isteyen bir merkez bankası, ekonomik büyümenin %2.5 olmasını bekliorsa para arzını ne kadar artırmalıdır?

- % 0.5
- % 1.25
- % 4.5
- % 5
- % 6.5

Yaşamın İçinden



“Debit kartlar e-ticarette büyüyecek”



Mastercard Debit Kartlar Avrupa Başkanı Luke Olbrich, Türkiye’de 25 milyon Avrupa’da 300 milyon yeni kişinin e ticarete gireceğini söylüyor. 16.8.2011

BERRİN VİLDAN UYANIK/FİNANSGUNDEM.COM

Avrupa ülkeleri alışveriş için debit kart kullanırken Türkiye ise alışveriş için kredi kartı kullanıyor. Dünya’da birçok ülkede Debit kart kullanımının oranı oldukça yüksek olmasına karşın Türkiye’de bu oran hala düşük. Özellikle Avrupa ülkelerinde debit kartlar alışverişlerde kredi kartının yerini almış durumda. Türkiye’de ise bu oran oldukça düşük... Son yıllarda debit kartlarının alışverişlerde de kullanılması için birçok çalışma yapılsa da bu kartlar genel olarak ATM’den nakit para çekmek için kullanılıyor. Alışveriş yapmak için kullananların sayısı ise diğer ülkelerle kıyaslandığında yok denecek kadar az. Finansgundem.com olarak Mastercard Debit Kartlar Avrupa Başkanı Luke Olbrich ile Debit kartları nerelerde, ne kadar kullanıldığını ve ödeme sistemlerinin sektördeki yerini konuştuk.

Türkiye’de ve Dünyada Debit kart kullanımı nasıl?

Luke Olbrich: Türkiye bu alanda halen zor bir pazar. Debit kart kullanımında zor bir pazar olan Türkiye banka kartları açısından büyük fırsatlar sunan bir pazar. Türkiye’de halen debit kartlar genellikle ATM’lerden nakit çekmek için kullanılıyor. Sayılara bakarsak penetrasyon gayet iyi ama alışverişlerdeki kullanım oranı çok düşük. Avrupa’da debit kart kullanımı oldukça gelişmiş durumda ve bu kartlar alışveriş için tercih ediliyor. ABD’de eskiden kredi kartı kullanımı daha çok ağırlıktaydı. Ama artık son zamanlarda bu değişti. Bu alışkanlık azalmaya ve debit kartların kullanımı da artmaya başladı. Ağırlık olarak artık banka kartı kullanılıyor. Artık kredi kartı kullanmak kredi almak gibi bir şey. Alış-

veriş için ağırlıklı olarak banka kartı kullanılıyor. Türkiye’de ise bu oran oldukça düşük. Genelde banka kartını para çekmek için kullanıyorlar. Alışveriş için kullanım ise yok denecek kadar az.

Türkler neden banka kartı yerine kredi kartını tercih ediyor?

Luke Olbrich: Bu tamamen tarihsel bir alışkanlık... Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerden kalma bir alışkanlık. 2005 yılında, YTL’den Yeni Türk lirasına geçildiğinde ben Türkiye’deydim. O zaman banka kartlarının Türkiye’de önem kazanacağını düşünmeye başladık. Çünkü enflasyon çok yüksek olunca bir ay boyunca faiz ödemedi kredi çekmek ve kredi kartını kullanmak avantajlıydı. Türkiye’de tüketiciler önce harca yapıp bir ay sonra ödediği için kredi kartlarına alıştılar. Yeni Türk lirası olduktan sonra ise bu kredi kartlarının sağladı bu avantajlı durum ortadan kalktı. Son yıllarda enflasyon iyice düştüğü için banka kartlarının da önemi artmaya başlıyor ve bu 30 gün boyunca kredilendirilmiş olmanın maliyeti de bankaları da biraz daha rahatlatmaya başladı. Çünkü paranın maliyeti artıyor. Bu yüzden banka kartları biraz daha fark edilir olmaya başladı. Türkiye ekonomisi biraz fazla ve çok hızlı ısınıyor. Buna karşın hızlı da büyüyor. Ama bankalar artık, ne kadar çok açıldıklarını artık fark etmeye başlayacaklar. Türkiye’de hiçbir zaman çok fazla ödenemeyen borçlar olmadı. Çünkü Türkler kredi kartı borçlarına sadıklar ve her zaman geri ödüyorlar. Bence enflasyonist ortamdan gelen bir alışkanlıktan dolayı kredi kartları daha çok kullanılıyor.

Kaynak: <http://www.finansgundem.com/haber/%E2%80%9CDebit-kartlar-e-ticarette-buyuyecek%E2%80%9D-/64431>

www.finansgundem.com

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. b Ayrıntılı bilgi için “Paranın Tanımı” konusuna bakınız.
2. b Ayrıntılı bilgi için “Paranın İşlevleri” konusuna bakınız.
3. b Ayrıntılı bilgi için “Takas Ekonomisi” konusuna bakınız.
4. a Ayrıntılı bilgi için “Paranın İşlevleri” konusuna bakınız .
5. e Ayrıntılı bilgi için “Para Miktarının Ölçülmesi” konusuna bakınız .
6. a Ayrıntılı bilgi için “Ödemeler Sisteminin Gelişimi” konusuna bakınız.
7. a Ayrıntılı bilgi için “Ödemeler Sisteminin Gelişimi” konusuna bakınız.
8. c Ayrıntılı bilgi için “Ödemeler Sisteminin Gelişimi” konusuna bakınız .
9. c Ayrıntılı bilgi için “Para Miktarının Ölçülmesi” konusuna bakınız.
10. c Ayrıntılı bilgi için “Paranın Miktar Kuramı” konusuna bakınız.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Kredi kartlarının para olarak kabul edilmesi için paranın işlevlerini yerine getirmesi gerekmektedir. Bu soruya cevap vermek için kredi kartlarının paranın işlevleri açısından değerlendirmemiz gerekmektedir. Kredi kartları ödeme aracı olarak genel kabul görmektedir ve mal ve hizmet alımında değişim aracı olma işlevini yerine getirdikleri söylenebilir. İkinci olarak kredi kartımızın kendisi olmasa bile kart ekstresi yaptığımız bütün harcamaları kaydetmektedir ve hesap birimi olma işlevini yerine getirmektedir. Ancak kredi kartları değer saklama işlevini yerine getiremez. Kredi kartlarının işleyiş mekanizması, gelecekte ödemek üzere bugün mal ve hizmet satın almak şeklinde özetlenebilir. Bir başka ifadeyle kredi kartları kullanımı sırasında, kredi kartını çıkartan şirkete borcumuz artmaktadır. Bu sebeple kredi kartlarını para olarak kabul edemeyiz.

Sıra Sizde 2

Euro bölgesinin kuruluşunda Almanya, Fransa ve diğer Avrupa ülkelerinin ulusal paralarını bırakıp ortak para birimi kullanmaya başlamalarının sebeplerini üç madde halinde açıklayabiliriz. Birincisi, Avrupa ülkeleri ortak bir para birimi kullanarak Avrupa kıtasının tamamını kapsayan tek bir piyasa oluşturmak istiyorlardır. Böylelikle Avrupa'nın dünya ekonomisi içerisindeki yerinin daha bir güçleneceği beklentisi vardır. İkinci olarak ortak para birimi mal ve işgücü hareketliliği önündeki engelleri kaldırma yönünde katkı sağlayacaktır. Üçüncü olarak, aynı para birimini kullanan ülkeler arasında sermaye yatırımlarının hareketliliği daha kolay olacaktır. Bu üç madde aynı zamanda bize paranın bir ekonomi için ne kadar önemli olduğu ve ne kadar farklı anlamlar taşıyabileceğini göstermektedir.

Sıra Sizde 3

- Hisse senetleri her iki para arzı tanımı içerisinde de yer almamaktadır. Bu sebeple hisse senedi miktarındaki azalma M1 ve M2 para arzlarını etkilemeyecektir. Ancak vadeli mevduat miktarındaki artış M2 para arzını arttıracak M1 para arzı ise değişmeyecektir.
- M2 para arzı tanımı kapsamına hem vadesiz mevduatlar hem de vadeli mevduatlar girmektedir. Bu sebeple vadeli mevduat hesabımızda bulunan parayı vadesiz mevduat hesabımıza transfer ettiğimiz zaman M2 para arzı değişmeyecektir. Dolaşımdaki nakit ile vadesiz mevduatların toplamından oluşan M1 para stoku ise artacaktır.
- Bu durumda dolaşımdaki para miktarı azalacak ve vadeli mevduat miktarı artacaktır. Dolaşımdaki nakit miktarının azalmasına bağlı olarak M1 azalacaktır. M2 para arzının toplam değeri ise değişmeyecek ancak, M2 para arzı değerinin bileşenlerinde M1 para arzının oranı da azalacaktır.

Yararlanılan Kaynaklar

- Ball, L. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, Worth Publisher
- Cecchetti, S. G. ve K.Schoenholtz. (2011). **Money, Banking and Financial Markets**, McGraw-Hill Irwin.
- Hubbard, R ve A. P. O'Brien. (2012). **Money Banking and the Financial System**, New York, Addison Wesley.
- Karasoay, A. (1996). **Para Kurulu Sisteminin Uygulanması**, TCMB Tartışma Tebliği No:9622.
- Korkmaz, S. ve Y. E. Gövdeli. (2005). **Türk Bankacılığında Alternatif Dağıtım Kanalları ve Ürünleri İle Bunların Gelişiminde ve Pazarlanmasında Eğitimin Önemi**. Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi, 15(1-20).
- Ketenci, G. (2005). **Finansal Yeniliklerin Banknot Kullanımına Etkileri**, TCMB Uzmanlık yeterlilik Tezi.
- Mishkin, F.S. (2010). **Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley.
- Şıklar, İ. (2004). **Para Teorisi ve Politikası**, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları
- Tonus, Ö. (2000). **Avrupa Birliği'nde Ekonomik ve Parasal Birlik ve Türkiye**, İKSV Yayınları, No:163

3

Amaçlarımız

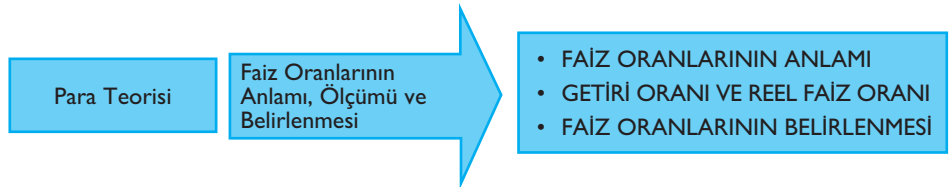
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Faiz oranı kavramının anlamını ve vadeye kadar getiri kavramının faiz oranına ilişkin en uygun ölçüt olduğunu açıklayabilecek,
- Getiri oranı-faiz oranı ve reel faiz-nominal faiz oranı arasındaki farkı açıklayabilecek,
- Faiz oranlarının nasıl belirlendiğini ve faiz oranlarında meydana gelen değişmelerin nedenlerini, ödünç verilebilir fonlar kuramı ve likidite tercihi kuramı çerçevesinde yorumlayabilecek bilgi ve becerilere sahip olacaksınız.

Anahtar Kavramlar

- Faiz Oranı
- Vadeye Kadar Getiri
- Getiri Oranı
- Nominal Faiz Oranı
- Reel Faiz Oranı
- Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı
- Likidite Tercihi Kuramı

İçindekiler



Faiz Oranlarının Anlamı, Ölçümü ve Belirlenmesi

Ekonomi açısından faiz oranlarının belirlenmesi ve tahmini son derece önemlidir. Çünkü faiz oranlarında meydana gelen değişimler, günlük yaşantımızı ve ekonominin genelini etkilemektedir. Faiz oranlarındaki değişimler, girişimcilerin yatırım kararlarını, ekonomik birimlerin tüketim, tasarruf, konut, menkul kıymet satın alma gibi bireysel kararlarını etkilemektedir. Faiz oranı, bir devletin borçlanma maliyeti ve merkez bankasının uyguladığı para politikası açısından da önemli bir değişkendir. Bu açıdan bu ünitemizde öncelikle, günlük yaşantımızı doğrudan etkileyen faiz kavramını ele alacağız. Daha sonra ise iktisatçıların faiz oranı derken asıl kastettikleri vadeye kadar getiri kavramını ele alacağız. Bir tahvilden elde edeceğimiz getirinin sadece faiz oranına eşit olmayabileceğine ve elde edeceğimiz ya da ödeyeceğimiz faiz miktarının reel ve nominal değeri arasındaki farka değineceğiz. Faiz oranı kavramını açıkladıktan sonra, bir ekonomide faiz oranının nasıl belirlendiğini ve neden değiştiğini “likidite tercihi kuramı” ve “ödünç verilebilir fonlar kuramı” çerçevesinde ele alacağız.

FAİZ ORANLARININ ANLAMI

Faiz oranı, ödünç alanın belirli bir dönem boyunca aldığı borca karşılık ödediği faiz tutarının veya ödünç verenin verdiği borca karşılık aldığı faiz tutarının anaparaya oranı şeklinde tanımlanabilir.

Paranın kirası faizdir ve anaparanın belirli bir yüzdesi olarak ifade edilir. Nasıl ki bir ev kiralandığında karşılığında bir para ödeniyorsa, aynı şekilde, örneğin bir kişi bir yıllığına 1000 TL’yi ödünç olarak aldığı zaman karşılığında 50 liralık bir ek ödemede bulunur. Ödünç alınan paraya anapara, alınan ödünçün karşılığında paranın kullanılması nedeniyle ödünç verene ödenen paraya **faiz** denir. Bu anlamda faiz borçlanmanın maliyeti olarak ifade edilir. Faizin anaparaya göre bir oran şeklinde belirlenmesine faiz oranı denilmektedir. Örneğimize göre faiz oranı $50/1000 = 0.05$ ya da %5’tir.

Faiz oranı günlük, aylık, yıllık gibi zaman birimi üzerinden ifade edilen bir akım değişkendir.

Gerçek hayatta borç verenlerin fonlarını değerlendirebilecekleri farklı vadelere sahip mevduat hesapları, hazine bonosu, tahvil gibi çok sayıda yatırım aracı vardır. Bu alternatif yatırım araçlarının vadesi ve geri ödememe riski birbirinden farklıdır. Bu yüzden bu alternatiflerin her birinin getirileri birbirinden farklıdır. Dolayısıyla gerçek hayatta bir tane değil birden fazla faiz oranı vardır.

Gerçek hayatta birden çok faiz oranı olduğu hâlde faiz oranlarından değil de faiz oranından bahsedilmesinin nedeni, faiz oranlarının birlikte hareket ediyor olmasıdır. Dolayısıyla tek bir faiz oranı üzerinden yapılan bir analizin sonuçlarının, birden çok faiz oranının olduğu durum için de geçerli olması nedeniyle tek bir faiz oranından bahsedilmesi bir sakınca doğurmayacaktır. Ayrıca bir sonraki ünitemizde, piyasada neden farklı faiz oranlarının söz konusu olduğunu açıklayarak analizimizi bir adım ileriye götüreceğiz.

Bugünkü Değer

Bugünkü değer kavramı, bugün elde edilen bir miktar paranın gelecekte elde edilecek aynı miktardaki paradan daha değerli olduğunu ifade etmektedir. Yani size bugün verilecek 200 lira ile örneğin bir yıl sonra verilecek 200 liranın değeri aynı değildir, bugün elde edeceğimiz 200 lira daha caziptir.

Bu olguyu basit bir örnekle anlatalım. Diyelim ki 200 liranızı bir bankaya %10 faizden bir yıl vadeli mevduat hesabına yatırdınız. Vade bitiminde yani bir yıl sonra elinize geçecek para, yatırmış olduğunuz anapara olan ₺200 ve ₺20 faiz geliri-dir. Yani toplam da bir yılın sonunda ₺220 elde ettiniz.

Farklı bir ifadeyle birinci yılın sonunda $200 + (0,10 \times 200) = ₺220$ elde ettiniz. Gördüğünüz gibi bugünkü ₺200 ile bir yıl sonra elde ettiğiniz tutar olan ₺220 aynı miktar değildir. Faiz oranı %10 iken bir yıl sonra elde edeceğimiz ₺220'nin bugünkü karşılığı ₺200'dir. Tersten ifade edersek faiz oranı %10 iken bugünkü ₺200'nin bir yıl sonraki değeri ₺220'dir.

Söz konusu elde edeceğimiz ₺220'lik miktarı aşağıdaki şekilde yazabiliriz:

$$200 \times (1 + 0,10) = ₺220$$

Elinize geçen ₺220'yi bir kez daha %10 faizle bir yıl vadeli mevduata yatırırsanız, başka bir ifadeyle bankadan paranızı çekmeyip ve bir yıl daha bankada tutarsanız ne olur?

Artık ikinci yıl elde edeceğimiz toplam miktarı hesaplamak için başlangıçta yatırdığımız ₺200 değil, ₺220 üzerinden hesaplama yapmamız gerekmektedir. Buna göre $220 \times 0,10 = ₺22$ faiz geliriniz ve ₺220 anaparanızla birlikte ikinci yılın sonunda ₺242 elde edersiniz.

DİKKAT



İkinci yılın sonunda elde ettiğiniz faiz geliri (₺22), birinci yılın sonunda elde ettiğiniz faiz gelirinden (₺20) daha yüksektir. Çünkü birinci yılda sadece anaparanın üzerinden faiz hesaplaması yapılmış (basit faiz), ikinci yıl elde ettiğiniz faiz geliri ise sadece anapara üzerinden değil, anapara üzerinden bir yılda elde ettiğiniz faiz geliri de dikkate alarak hesaplama yapılmıştır (bileşik faiz). Yani 2. yılda hem faizden hem de anaparadan faiz geliri elde edilmiştir.

İkinci yılın sonunda elde edeceğimiz değer $220 \times (1+0,10) = ₺242$ olacaktır.

Bu eşitliği yeniden şu şekilde yazabiliriz;

$$200 \times (1+0,10) \times (1+0,10) = 200 \times (1+0,10)^2 = 242$$

Buradaki eşitliği de yukarıda yaptığımız gibi yorumlarsak yıllık faiz oranı %10 iken bugünkü 200 liranın 2 yıl sonraki değeri 242 liradır. Bu olguya tersten bakarsak yıllık faiz oranı %10 iken 2 yıl sonra elde edilecek ₺242'nin bugünkü değeri 200 ₺'dir. Dolayısıyla gelecekte elde edeceğimiz paranın bugünkü değerini hesaplamak için bir indirim işlemi yapıyoruz yani o değeri iskonto ediyoruz. Eğer bu kredi işlemi bir yıl daha sürdürürseniz 3. yılın sonunda elde edeceğimiz miktar;

$$242 \times (1+0,10) = 200 \times (1+0,10)^3 = 266,2$$

Bu ardı ardına gerçekleştirdiğimiz işlemleri, mevduatımızın “n” yıl vadeli olması durumu için genel bir formülle şöyle ifade edebiliriz:

$$PV = \frac{FV}{(1+i)^n}$$

Bu eşitlik bize gelecekteki belirli bir miktar paranın bugünkü değerini verecektir. Bu eşitlikte; PV paranızın bugünkü değerini veya iskonto edilmiş bugünkü değerini, FV paranızın gelecekteki değerini, i faiz oranını, n dönem sayısını ifade etmektedir.

Faiz oranı %20 iken, bu gün bir bankaya yatırdığınız paranın birinci yılın sonundaki değeri ₺360 ve bu parayı çekmeyip tekrar 1 yıllığına aynı faiz oranından yatırdığınızda, ikinci yılın sonundaki değeri ₺432 olması için bu gün bankaya kaç lira yatırmanız gerekmektedir.



Vadeye Kadar Getiri

Faiz oranları çeşitli şekillerde hesaplanırken kullanılan ortak yol, vadeye kadar getiri kavramının kullanılmasıdır. İktisatçılar faiz oranı terimini kullandıklarında kastettikleri şey vadeye kadar getirdir.

Vadeye kadar getiri, bir mali varlığı bugün satın aldığımızda ödediğimiz fiyatı, mali varlığın sahibine yapılacak ödemelerin bugünkü değerlerinin toplamına eşitleyen faiz oranıdır. İktisadi açıdan daha anlamlı olduğu için, vadeye kadar getiri kavramının faiz oranına ilişkin en uygun ölçüt olduğu iktisatçılar tarafından kabul edilmektedir.

Vadeye Kadar Getiri: Bir borç aracının bugünkü değerini bu borç aracından elde edilecek tüm ödemelerin bugünkü değerine eşitleyen faiz oranıdır.

İskontolu Tahvilin Vadeye Kadar Getirisi

Sıfır kuponlu tahvil olarak da nitelendirilen **iskontolu tahviller**, nominal değerlerinin (itbari değer veya üzerinde yazılı olan değer) altındaki bir fiyattan satın alınan ve vadesi dolduğunda nominal değeri ödenen tahvillerdir. Örneğin ₺1000 nominal değerli bir yıl vadeli iskontolu olarak ihraç edilen bir devlet tahvilini bugün bir yatırımcı ₺750'ye almışsa bir yıl sonra bu yatırımcıya ₺1000 ödenir. Bu tür tahvillerde vade sonuna kadar herhangi bir ödeme yapılmaz.

İskontolu bir tahvilde vadeye kadar getiriye (i), hesaplamak için 1 yıl vadeli ₺1000 nominal değerli bir tahvilin şu an ₺750'ye satıldığını varsayalım. Bu tahvilin satış fiyatını 1 yıl sonra elde edilecek değer olan ₺1000'nin bugünkü değerine eşitleyen denklemi yazalım;

$$750 = \frac{1000}{1+i}$$

eşitliğini elde ederiz. Bu eşitliği “i” için çözersek,

$$750 + 750i = 1000$$

$$750i = 1000 - 750$$

$$i = (1000 - 750) / 750 = \%33.3$$

sonucuna ulaşırız. Elde ettiğimiz bu sonucu bir yıl vadeli iskontolu tahviller için genelleştirerek aşağıdaki eşitliği yazabiliriz:

İskontolu Tahvil: Nominal değerinin altındaki bir fiyattan satın alınan ve vadesi dolduğunda nominal değeri ödenen tahvildir.

$$i = \frac{F_B - P_B}{P_B}$$

Bu eşitlikte,

F_B : İskontolu tahvilin nominal değerini

P_B : İskontolu tahvilin satış fiyatını,

göstermektedir. Yukarıda elde ettiğimiz eşitlikten de gördüğümüz gibi iskonto- lu bir tahvilin vadeye kadar getirisi ile satış fiyatı arasında ters yönlü bir ilişki var- dır. Örneğin bu tahvilin fiyatı ₺750'den ₺800'ye çıkmış olsaydı, tahvilin vadeye ka- dar verimi %33'ten %25'e düşerdi.

Kuponlu Tahvilin Vadeye Kadar Getirisi

Kuponlu tahvil işlemlerinde, tahvil sahibine vade tarihine kadar her dönem için sa- bit bir faiz ödemesi (**kupon ödemesi**) yapılır ve vade sonunda aynı zamanda tah- vilin nominal değeri ödenir. Örneğin, ₺1000 nominal değerli, yıllık kupon oranı %20 olan 5 yıl vadeli bir kuponlu tahvil, bize 5 yıl boyunca her yıl ₺200 kupon ödemesi ve vade dolduğunda tahvilin nominal değeri olan ₺1000 geri ödemesi sağlayacaktır.

Kuponlu bir tahvilde vadeye kadar getiriyi hesaplamak için yine tahvilin bugün- kü değerini (satış fiyatını) gelecekte yapılacak ödemelerin bugünkü değerine eşit- leylim. Yalnız burada kuponlu tahvillerde vade sonuna kadar birden fazla ödeme olduğu için, tahvilin bugünkü değeri, gelecekteki tüm kupon ödemelerinin ve no- minal değer ödemesinin bugünkü değerlerinin toplamı alınarak hesaplanmaktadır.

Vadeye kadar getiriyi (i), herhangi bir vade tercihinde bulunmadan doğrudan “ n ” yıl vadeli kuponlu bir tahvil için hesaplamamızı sağlayacak eşitliği aşağıdaki gi- bi yazabiliriz.

$$P_B = \frac{C_B}{(1+i)^1} + \frac{C_B}{(1+i)^2} + \frac{C_B}{(1+i)^3} + \dots + \frac{C_B}{(1+i)^n} + \frac{F_B}{(1+i)^n}$$

Bu eşitlikte,

P_B : Kuponlu tahvilin satış fiyatını (bugünkü değerini)

C_B : Yıllık kupon ödemesi miktarını

F_B : Tahvilin nominal değerini

n : Vadeye kadar yıl sayısını

ifade etmektedir.

Yukarıdaki eşitlikte sadece vadeye kadar getiri (i) bilinmiyor diğer tüm değiş- kenler biliniyor iken eşitliği vadeye kadar getiri değeri için çözebiliriz. Ancak bu tür bir hesaplamayı yapmak kolay değildir, vadeye kadar getiriyi hesaplamak için bir hesap programı kullanabilirsiniz.

Burada dikkatinizi çekmek istediğimiz nokta, iskontolu tahvillerde olduğu gibi kuponlu tahvillerde de vadeye kadar getiri ile tahvilin satış fiyatı (bugünkü değeri) arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğudur. (Örneğin vadeye kadar getiri (i) art- tığında, tahvilin bugünkü değerini veren eşitlikteki ifadelerin tümünün paydaları da değer olarak artacağından bugünkü değer azalacaktır.)

DİKKAT



Burada bahsettiğimiz ters ilişki tahvilin satış fiyatı ile vadeye kadar getirisi için geçerlidir. Vadeye kadar getiriye değişim tahvilin nominal değerini değiştirmeyecektir.

GETİRİ ORANI VE REEL FAİZ ORANI

Vadeye kadar getiri kavramının faiz oranına ilişkin en doğru ölçüm şekli olduğundan bahsetmiştik. Bundan sonra basitlik sağlamak açısından, aksi belirtilmediği sürece vadeye kadar getiri ile faiz oranı kavramlarını eş anlamlı olarak kullanarak analizlerimize devam edeceğiz. Bir borç aracını elde tutmakla sadece faiz geliri elde edebileceğimizi düşünürüz. Oysa borçlanma aracının faizi ile getirisi farklı olabilir. Ancak bu durumun ortaya çıkması, elinizdeki borçlanma aracını vadesi dolmadan satarsanız mümkün olmaktadır. Yine bu aşamaya kadar sözünü ettiğimiz faiz oranı kavramı nominal faiz oranıdır, aslında hem borç verenler hem de borç alanlar için önemli olan reel faiz kavramı da katlanacağınız faiz maliyeti ya da elde edeceğiniz faiz gelirinin gerçek değerini vermesi açısından önemlidir. Bu alt başlıkta söz konusu iki kavrama değinilecektir.

Getiri ve Faiz Oranı Farkı

Pek çok kişi bir tahvilden elde edeceği getiriye görmede bu tahvile ilişkin faiz oranını bilmenin yeterli olacağını düşünebilir. Örneğin elinizde 5 yıl vadeli ve %20 faize sahip uzun vadeli bir tahvil tutuyorken piyasa faiz oranı yükselirse bu yatırımınızdan zarara uğrarsınız. Tersine, piyasa faizleri siz bu tahvili satın aldıktan sonra düşerse bu yatırımınızdan elde edeceğiniz getiri %20'lik faiz getirisinden daha yüksek olacaktır. Bu yüzden bir tahvili elinizde belirli bir dönem tutarak ne kadar kazanç sağlayacağınız getiri veya daha doğru bir ifadeyle getiri oranı ile ölçülür. Bir tahvil veya herhangi bir menkul kıymet açısından getiri oranı, o menkul kıymetin sahibine yapılan ödemeler ile menkul kıymetin alış fiyatındaki değişiklikten elde edilecek kazanç veya yerine göre kaybın toplamının bu menkul kıymetin alış fiyatına oranı ile ölçülür. Bu tanımın ne ifade ettiğini bir örnekle açıklayalım. ₺1000 nominal değerli %20 kupon oranlı olan ve ₺1000'ye satın aldığınız bir tahvili bir yıl elde tuttuktan sonra ₺1300'ye sattığınızı varsayalım. Elinizde 1 yıl tuttuğunuz bu kuponlu tahvilden elde edeceğiniz getiri oranı şöyle olacaktır. Tahvil sahibine yapılacak olan ₺200'lik kupon ödemesi ve tahvilin değerinde meydana gelen ₺300'lik değişme toplamını satın alma fiyatı olan ₺1000'ye oranlarsak bu tahvili elinizde bir yıl tutmaktan dolayı elde edeceğiniz getiri oranı,

$$\frac{200 + 300}{1000} = \%50$$

olarak hesaplanır. Dikkat ederseniz bu tahvilden elde ettiğiniz getiri (%50) tahvilin faiz oranından (%20) daha yüksektir. Bu durum bize bir tahvilin getirisi ile faiz oranının eşit olmak zorunda olmadığını göstermektedir. Burada şu soruyu sorabilirsiniz, elimizdeki tahvilin fiyatı neden yükseldi? Yukarıda bahsetmiştik, tahvilin fiyatı ile faizi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Demek ki siz tahvili satmaya karar verdiğinizde, piyasada faiz oranları düşmüştü.

Genel bir formülle, bir tahvilin t döneminden t+1 dönemine kadar elde tutulmasıyla elde edilebilecek getiri aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$RET = \frac{C_B + P_{B_{t+1}} - P_{B_t}}{P_{B_t}}$$

Burada,

RET: Tahvilden elde edilen getiri

P_{B_t} : t döneminde tahvilin satış fiyatını

$P_{B_{t+1}}$: t+1 döneminde tahvilin satış fiyatını

C_B : Kupon ödeme miktarını, göstermektedir.

Getiri oranını veren bu formülü şu şekilde yeniden düzenleyebiliriz;

$$RET = \frac{C_B}{P_{B_t}} + \frac{P_{B_{t+1}} - P_{B_t}}{P_{B_t}}$$

Yukarıdaki eşitlikte, yıllık kupon ödeme miktarının tahvilin satın alma fiyatına oranı $\left(\frac{C_B}{P_{B_t}}\right)$, cari getiri oranıdır (i_c).

Eşitlikte yer alan ikinci terim ise tahvilin satın alma fiyatına göre tahvilin fiyatında meydana gelen değişme oranı $\left(\frac{P_{B_{t+1}} - P_{B_t}}{P_{B_t}}\right)$ olarak tanımlayabileceğimiz sermaye kazancı (veya yerine göre sermaye kaybı) oranıdır (g).

Buna göre, bir tahvilden elde edilebilecek getirinin iki bileşenden oluştuğunu görürüz: cari getiri (i_c) ve sermaye kazancı/kaybı oranı (g).

Bu tanımlamalara göre bir tahvilden elde edebileceğimiz getiri:

$$RET = i_c + g$$

şeklinde yazabiliriz.

İskontolu bir tahvilde ise getiri oranı, vade sonuna kadar herhangi bir kupon ödemesi yapılmadığı için aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$RET = \frac{P_{B_{t+1}} - P_{B_t}}{P_{B_t}}$$

Üzerinde yazılı değeri ₺1000 olan 1 yıl vadeli iskontolu tahvili ₺900'ye satın aldığınızı düşünelim. Eğer bu tahvili vade sonuna kadar elinizde tutarsanız bu tahvilin vadeye kadar verimi yaklaşık %11 olur. Aniden nakde ihtiyacınız olduğu için bu tahvili vadesi dolmadan satarsanız bu tahvilden elde edeceğiniz getiri piyasa faizlerinin durumuna göre değişecektir. Örneğin bu tahvili satmaya karar verdiğiniz dönemde faiz oranlarındaki yükselme nedeniyle ₺750'ye satarsanız getiri oranınız $[(750 - 900) / 900] = - \%16.6$ olur.

Bu verilen örnekler faiz oranlarındaki değişime karşı getiri oranının hassas olduğunu göstermektedir. Bu hassasiyet tahvilin vadesi uzadıkça artacaktır. Dolayısıyla faiz oranlarındaki değişmeden kaynaklanan menkul kıymetlerin değer değişikliği, faiz oranı riskinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Reel Faiz ve Nominal Faiz Oranı Arasındaki Fark

Faiz oranlarına ilişkin olarak yaptığımız açıklamalarda enflasyonun etkilerinden bahsetmemiş, reel-nominal faiz ayrımı üzerinde durmamıştık.

Nominal faiz oranları her gün tartışılan, basında, resmî bildirimlerde, ilanlarda kullanılan, kısaca piyasada uygulanan cari faiz oranıdır. Eğer bir ekonomide fiyat-

lar genel düzeyi sabit değilse fiyat değişmelerinin etkisini içeren nominal faiz oranının, fiyatlardaki beklenen değişmelere göre düzeltilmiş reel faiz oranından ayrılması gerekmektedir.

Enflasyon etkisinin nominal faiz oranından arındırılmasıyla reel faiz oranı elde edilir. Reel faiz oranı, Irving Fisher'in adıyla anılan Fisher eşitliği ile ölçülebilmektedir. Fisher eşitliğine göre nominal faiz oranı (i); reel faiz oranı (i_r) ile beklenen enflasyon oranının (π^e) toplamına eşittir:

$$i = i_r + \pi^e$$

Bu eşitlikten reel faiz oranını çekerek yeniden düzenlersek

$$i_r = i - \pi^e$$

reel faiz oranının; nominal faiz oranı ile beklenen enflasyon oranı arasındaki farka eşit olduğunu görürüz.

Hem borç alan hem de borç veren açısından reel faiz oranının önemini daha iyi kavramanız için şöyle bir örnek verelim. Bir bankaya %10 faizle 1 yıl vadeli olarak ₺500 yatırdığınızı düşünelim. Bir yıl sonra elinize geçecek olan para ₺550 olacak ve paranızı bir yılın sonunda ₺50 arttırmış olacaksınız. Hem banka hem de siz bu geçen bir yıl boyunca enflasyon düzeyinin ne olacağını bilmiyorsunuz. Siz paranızı çektiğinizde yani yılın sonunda, yıllık enflasyon oranının %12 olduğunu varsayalım ya da bu bir yıl içerisinde fiyatların %12 oranında artacağını tahmin ettiğinizi kabul edebiliriz. Şimdi gerçek anlamda kazançlı olup olmadığını anlayalım. Enflasyon oranının %12 olması, yılın başında örneğin ₺500'ye aldığınız mal ve hizmetleri yılsonunda, fiyatlar arttığı için ₺560'ye almanızı gerektirecektir. Gördüğünüz gibi paranızı bankaya yatırarak aslında zarar ettiniz çünkü artık elinizdeki parayla (₺550) fiyatı ₺560'ye çıkan bu mal ve hizmetleri alamazsınız. Yani reel anlamda durumunuz %2 oranında kötüleşmiştir. Bu sonucu Fisher eşitliği aracılığıyla göstermek istersek $i_r = \%10 - \%12 = -\%2$ sonucunu elde ederiz. Sizin paranızı ödünç alan banka açısından duruma baktığımızda bankanın bu işten kazançlı çıktığını, borcunun reel maliyetinin %2 oranında azaldığını görebilirsiniz.

Verdiğimiz örneğin tersine yıllık fiyat artışının negatif olacağını yani deflasyon bekliyorsanız ne olur. Diyelim ki bankaya %10 faizle 1 yıl vadeli hesap açtırdınız. Bu dönem boyunca enflasyon beklentiniz -%2 ise reel anlamda elde edeceğiniz kazanç, nominal kazançtan yüksek olacaktır. Bu durumu yine Fisher eşitliği aracılığıyla gösterebiliriz; $i_r = \%10 - (-\%2) = \%12$.

Fisher eşitliği aracılığıyla reel faizin ölçümü bize yaklaşık bir sonuç vermektedir. Enflasyon ve nominal faiz oranları düşük olduğu sürece Fisher eşitliği yardımıyla hesaplanan reel faiz oranı ile tam sonuç veren reel faiz oranı hesaplama tekniği sonuçları arasında ihmal edilebilir düzeyde bir fark ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden, enflasyon ve nominal faiz oranlarının yüksek olduğu ekonomilerde, daha doğru sonuç veren aşağıdaki eşitlik aracılığıyla reel faiz oranını hesaplamak gerekmektedir:

$$i_r = \frac{1+i}{1+\pi^e} - 1$$

Yukarıda tanımladığımız reel faiz oranı fiyatlardaki beklenen değişimlere göre düzeltilmiş ex-ante (dönem başı) reel faizdir. İktisadi kararlar bakımından önemli olan ve iktisatçıların kastettikleri reel faiz oranı ex-ante reel faiz oranıdır. Öte yandan, ekonomik birimlerin beklentileriyle ilgili geniş boyutlu bir araştırma yapılmadıkça beklentileri tam olarak belirlemek zordur. Bu bağlamda, eğer reel faizi fiyatlardaki gerçekleşen değişimlere göre hesaplırsak ex-post (dönem sonu) reel faiz oranını hesaplamış oluruz:

$$i_r = i - \pi$$

SIRA SİZDE



Japonya faizi sıfırdan 0.25'e yükseltti

.... Eğer Japonya'da şimdilerde enflasyon yıllık yüzde 0.60'larda dolaşıyorsa Merkez Bankasının yıllık yüzde 0.25 oranındaki faiz oranı nominal olarak da reel olarak da "negatif"tir. Yani enflasyon oranının....

Yukarıdaki habere göre yazar, enflasyon oranı yıllık yüzde 0.60 iken, Japonya Merkez Bankasının faizi 0.25 olarak belirlemesi sonucunda, faiz oranının nominal olarak da reel olarak da "negatif" olacağı sonucuna ulaşmıştır. Yazarın bu görüşüne katılıyorsunuz? Nedeniyle açıklayınız.

FAİZ ORANLARININ BELİRLENMESİ

Faiz kavramının ne anlama geldiğini inceledikten sonra, bir ekonomide denge faiz oranının nasıl belirlendiğini ve neden değiştiğini ortaya koyacağız. Denge faiz oranının belirlenmesinde arz ve talep analizini kullanacağız. Bu çerçevede öncelikle para ve tahvil gibi varlıkları neden talep ettiğimize ilişkin açıklamalarda bulunacağız. Bir varlığın neden talep edildiğini öğrendikten sonra, tahvil ve para talebi eğrilerini elde edebileceğiz. Bu varlıklar için arz eğrisini de elde ettikten sonra, arz edilen miktarın talep edilen miktara eşit olduğu noktada gerçekleşen piyasa dengesi kavramını ele alacağız. Faiz oranlarındaki değişimin nedenlerini açıklarken de bu modelden yararlanacağız. Bu bağlamda, faiz oranlarının nasıl belirlendiğini ve neden değiştiğini, arz ve talep çerçevesinden ele alan iki teorik yaklaşımı: "Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı" ve "Likidite Tercihi Kuramı"nı inceleyeceğiz.

Varlık Talebini Belirleyen Faktörler

Tahvil ve para piyasasında arz ve talep analizini incelemeye geçmeden önce bir varlığın talep edilen miktarını belirleyen faktörleri ele almamız gerekir. Varlık, değer saklama özelliği olan bir mülkü ifade etmektedir. Bu anlamda para, tahvil, hisse senedi, sanat eseri, arazi, ev, üretimde kullanılan makineler gibi mülk unsurlarının tamamı varlık kategorisindedir. Bir varlığı almak, elde tutmak ya da bir varlığı değil de başkasını satın almak hususunda karar verirken bir kişinin göz önünde bulundurması gereken dört faktör vardır:

1. **Servet:** Bir bireyin sahip olduğu tüm varlıkları içeren kaynaklar toplamıdır. Bir birey serveti arttığında varlıkları satın almada kullanacağı daha fazla kaynağa sahip olur. Bu ise doğal olarak talep ettiğimiz varlık miktarında artışa neden olur. Bu bağlamda, diğer koşullar sabitken servetteki bir artış varlığın talep edilen miktarında bir artışa yol açar.
2. **Beklenen Getiri:** Alternatif varlıklara göre bir varlıktan gelecek dönemde elde edilmesi beklenen getiridir. Bir varlığı satın almaya karar verirken o varlıktan ne kadar getiri elde edebileceğimize bakarız. Ancak bu kararımızı verirken sadece bir varlığın getirisine değil alternatif varlıkların getirisine de

bakarak kararımızı veririz. Diğer koşullar sabitken bir varlığın alternatif varlıklara göre beklenen getirisindeki bir artış bu varlığın talep edilen miktarında bir artışa yol açar.

3. **Likidite:** Bir varlığın nakde dönüştürülme hızı ve kolaylığıdır. Bir varlığın piyasada ne kadar çok alıcısı ve satıcısı varsa yani ne kadar kolay alınıp satılabiliyorsa o varlık o kadar likittir. Tabii burada da alternatif varlıklara göre kıyaslama yapmak gerektiğini belirtmek gerekir. Diğer koşullar sabitken bir varlık alternatif varlıklara göre ne kadar fazla likitse bu varlığın talep edilen miktarı daha fazla olacaktır.
4. **Risk:** Bir varlığın getirisi ile ilgili belirsizlik derecesidir. Bir varlığın talebini etkileyen diğer bir faktör, bu varlığın risk derecesidir. İnsanların çoğunun riskten kaçınmayı ve daha az riskli varlıkları tutmayı istediklerini kabul edebiliriz. Dolayısıyla diğer koşullar sabitken bir varlığın alternatif varlıklara göre riskinde bir artış olması bu varlığın talep edilen miktarında bir azalışa yol açacaktır.

Risk: Bir varlığın getirisi ile ilgili belirsizlik derecesidir

Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı

Ödünç verilebilir fonlar kuramı faiz oranının belirlenmesini tahvil arz ve talebi ile açıklamaktadır. Başka bir deyişle faiz oranı ödünç verilebilir fon arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Bu çerçevede, tahvil arz ve talebi ele alınarak faiz oranının nasıl belirlendiği incelenmektedir. Bu bağlamda, öncelikle tahvil arz ve talep eğrisini elde edeceğimiz ve tahvil arz ve talebinin birbirine eşit olduğu noktada denge faiz oranına ulaşacağız. Sonrasında ise denge faiz oranının değişmesine neden olan faktörleri ele alacağız.

Tahvil Talep Eğrisi

Tahvil talep eğrisi, diğer koşullar sabitken talep edilen tahvil miktarıyla tahvil fiyatı arasındaki ters yönlü ilişkiyi gösterir.

Bu ilişkiyi rakamsal olarak açıklayabilmek ve tahvil talep eğrisini elde edebilmek için, bir yıl vadeli ₺100 nominal değerli iskontolu bir tahvili örnek olarak alalım. Eğer bu tahvilin vade sonuna kadar elde tutulduğunu kabul edersek bu tahvilin getirisi, tam olarak faiz oranına (vadeye kadar getiriye) eşit olacaktır. Başka bir deyişle, tahvilin beklenen getirisi faiz oranına eşittir;

$$i = RET^e = \frac{F_B - P_B}{P_B}$$

Bu eşitlikte; i : faiz oranını, RET^e : Beklenen getiriyi, F_B : tahvilin nominal değerini, P_B : tahvilin satış fiyatını gösterdiğini daha önce belirtmiştik.

Yine yukarıda, tahvilin satış fiyatı ile faizi arasında ters yönlü bir ilişki olduğuna değinmiştik. Şimdi talep eğrisini elde edebilmek için çeşitli tahvil fiyatları için faiz oranı değerlerini elde edersek bu fiyatlardan (aynı anlama gelmek üzere faiz oranlarından) talep edilmek istenen tahvil miktarlarına ulaşmış oluruz.

Örneğimizde, nominal değeri ₺100 olan bir yıl vadeli iskontoyla satılan bir tahvili ele almıştık. Bu durumda eğer tahvil fiyatı ₺95 olursa, faiz oranı (beklenen getiri)

$$i = RET^e = \frac{100 - 95}{95} = 0,053 = \%5.3$$

Faiz oranının %5,3 satış fiyatının ₺95 olduğu durumda ₺10 milyon'luk tahvil talep edildiğini varsayalım. Bu değerler aşağıdaki şekilde A noktası ile gösterilmiştir. Eğer tahvilin satış fiyatı ₺95 yerine ₺90 olsaydı faiz oranı veya beklenen getiri

$$i = [(100 - 90) / 90] = \%11,1 \text{ olurdu.}$$

Satış fiyatı ₺90'ye düştüğünde gördüğümüz gibi tahvilin beklenen getirisi arttı (yani tahvilin fiyatı düştüğü) için (varlık talebini belirleyen diğer tüm faktörler sabitken) bu tahvilin talebi daha fazla olacaktır. Bu düşük fiyattan talep edilen tahvil miktarı ₺20 milyon'ye yükselmiş ve şekilde bu durum B noktasıyla gösterilmiştir.

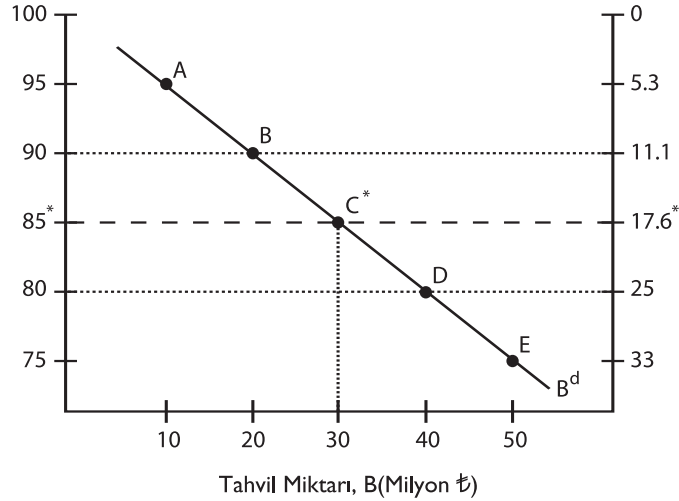
Bu süreç devam ettirilirse tahvil fiyatı kademeli olarak ₺85, ₺80 ve ₺75'ye düşerse, beklenen getiri veya faiz oranının sırasıyla %17,6 , %25 ve %33'e yükseldiğini ve talep edilen miktarın satış fiyatındaki düşüş veya beklenen getirideki artışla birlikte sırasıyla 30, 40 ve 50 milyon ₺'ye yükseldiğini (şekilde C, D, E noktaları) görürsünüz. Dolayısıyla bu fiyat ve talep miktarlarının kesişme noktaları bize tahvil talep eğrisini (B^d) verecektir. Şekilde gördüğümüz gibi bu eğri diğer koşullar sabitken düşük tahvil fiyatlarında (yüksek beklenen getiri) talep miktarının daha yüksek olduğunu gösterecek şekilde negatif eğimli bir eğridir.

Şekil 3.1

Tahvil talep eğrisi

Tahvil Fiyatı, P(₺)

Faiz Oranı, i(%)



Dikkat ederseniz yukarıdaki şekilde iki dikey eksen bulunmaktadır. İki dikey eksenden soldaki tahvil fiyatını, sağdaki dikey eksen ise faiz oranını göstermektedir. Burada şekle dikkatlice bakarsanız faiz oranını gösteren ekseni yukarıdan aşağıya doğru yükselmekte, tersine tahvil fiyatını gösteren eksen ise aşağıdan yukarıya doğru yükselmektedir. Bu durum ise tahvilin fiyatı ile faiz oranı arasındaki ters yönlü ilişkiyi kaynaklanmaktadır.

Tahvil Arz Eğrisi

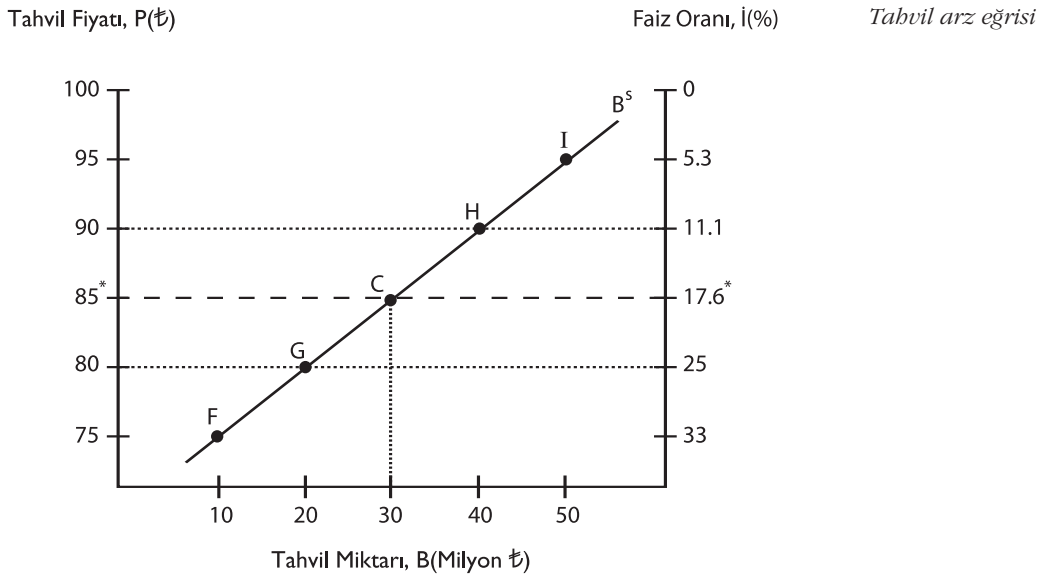
Tahvil talep eğrisini çizerken tahvilin fiyatı ve faiz oranı dışındaki diğer tüm ekonomik değişkenlerin sabit olduğunu varsaymış, fiyat ve satın alınmak istenen tahvil

vil miktarı arasındaki ilişkiyi gösteren tahvil talep eğrisini elde etmiştik. Tahvil arz eğrisini elde ederken de aynı varsayımı kullanacağız.

Tahvilin satış fiyatını kademeli olarak düşürdüğümüzde arz edilmek istenen tahvil miktarının düştüğü, tahvil faizlerinin ise tersine kademeli olarak arttığı görülmektedir. Satış fiyatının ₺95 (faiz oranının %5,3) olduğu durumda ₺50 milyon'lık tahvil arz edilmektedir. Bu değerler şekilde I noktası ile gösterilmiştir. Satış fiyatı ₺90'ye düşerse faiz oranı %11,1 yükselmektedir. Faiz oranında yükselme (satış fiyatındaki düşme), nedeniyle tahvil ihraç ederek borçlanmak daha yüksek maliyet getirdiği için tahvil arz edenler tahvil ihracı yoluyla daha az borçlanmak isteyecekler ve arz edilen tahvil miktarı ₺40 milyon'ye düşecektir (H noktası). Bu durumu farklı bir perspektiften şöyle anlatabiliriz. Burada üzerinde yazılı değeri ₺100 olan ve iskontoyla satılan bir yıl vadeli bir tahvili örnek olarak vermiştik. Eğer siz tahvil arz ederek borçlanıyorsanız satış fiyatınız ne kadar yüksek olursa o kadar borçlanma maliyetiniz düşük olacaktır. Çünkü vade sonunda tahvili elinde bulunduran kişiye tahvilin nominal değerini (burada ₺100) ödersiniz. Eğer tahvili ₺90'ye satarsanız, vade sonunda yatırımcıya ₺100 ödediğiniz için maliyetiniz ₺10 olurken bu tahvili ₺95'ye satarsanız maliyetiniz daha düşük (₺5) olacak ve arz etmek istediğiniz tahvil miktarı artacaktır.

Bu süreç devam ettirilirse tahvil fiyatı kademeli olarak ₺85, ₺80 ve ₺75'ye düşerse beklenen getiri veya faiz oranının sırasıyla %17,6, %25 ve %33'e yükseldiğini ve arz edilen tahvil miktarının satış fiyatındaki düşüş veya faiz oranındaki artışla birlikte sırasıyla 30, 20 ve 10 milyon ₺'ye gerilediğini (şekilde C, G, F noktaları) görürsünüz. Bu fiyat ve miktar bileşimlerini gösteren noktaların bileşimi bize tahvil arz eğrisini (B^s) verecektir. Şekilde gördüğünüz gibi bu eğri diğer koşullar sabitken yüksek tahvil fiyatlarında (düşük faiz oranı) arz edilen tahvil miktarının daha yüksek olduğunu gösterecek şekilde pozitif eğimli bir eğridir.

Şekil 3.2

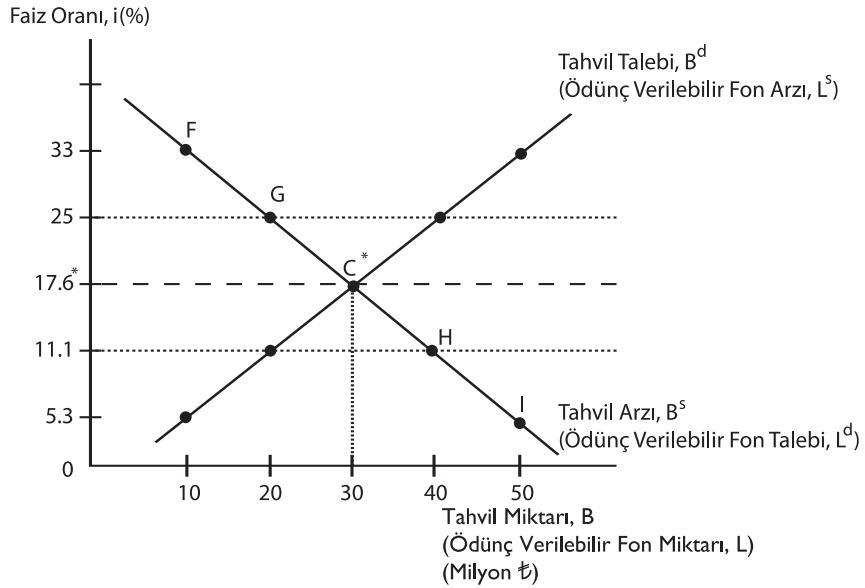


Tahvil Piyasasında Denge

Tahvil piyasasında denge analizine geçmeden önce yukarıda ele aldığımız tahvil arz ve talebinden ödünç verilebilir fonlar analizine geçişi açıklayalım. Tahvil arz ve talebini ayrı ayrı elde ettiğimiz Şekil 3.1 ve 3.2'de iki dikey eksen bulunmakta ve iki dikey eksenenden soldaki tahvil fiyatını, sağdaki dikey eksen ise faiz oranını göstermekteydi. Bu çizimlere göre her bir tahvil fiyatına karşılık gelen faiz oranı sağ taraftaki dikey ekseninde gösterildiği için, bu grafiği denge faiz oranını tespit etmeye ilişkin bir model olarak kullanabiliriz. Ancak bu şekillerin dezavantajı, sağ ekseninde yer alan faiz oranının yukarıdan aşağıya doğru yükselmesi yani ters yönde değişim sergilemesidir. Bizim buradaki amacımız ödünç verilebilir fonlar kuramına göre faiz oranının nasıl belirlendiğini incelemek olduğu için sadece sol taraftaki eksene sahip ve bu ekseninde faiz oranının yer aldığı bir arz talep analizi grafiği çizeceğiz. Bu çizdiğimiz grafikte dikey ekseninde yer alan faiz oranı, bu tür diyagramlarda alışkın olduğumuz gibi, orijinden yukarıya doğru çıktıkça artan bir değere sahip olacaktır. Bu şekilde faiz oranını sol ekseninde gösterdiğimizde pozitif eğimli bir tahvil talep eğrisi ve negatif eğimli bir tahvil arz eğrisi ile karşı karşıya kalırız. Aslında bu durumun ortaya çıkması tahvilin satış fiyatı ile faiz oranı arasındaki ters ilişkiden kaynaklanmaktadır. Yani faiz oranı yükseldikçe (satış fiyatı düşükçe) satın alınmak istenen tahvil miktarı artarken arz edilmek istenen tahvil miktarı azalmaktadır.

Şekil 3.3

Tahvil piyasasında denge



Geleneksel arz ve talep eğrilerinde olduğu gibi talep eğrisine negatif eğimi ve arz eğrisine pozitif eğimi verebilmek ve bu kafa karışıklığını ortadan kaldırmak için, bu eğrileri yeniden adlandırabiliriz. Şöyle ki; tahvil arz eden kurum bu tahvil-leri fona ihtiyacı olduğu için ihraç etmektedir. Yani bu kurum örneğin bir bankadan kredi almak yerine tahvil satarak borç alma yolunu seçmiş olmaktadır. Dolayısıyla tahvil arz etmek ödünç fon talep etmekle aynı anlamdadır. Olaya tahvil ta-

lebi açısından baktığımızda ise piyasada ödünç fon vermek isteyenler bu fonları örneğin bir bankaya yatırmak yerine fona ihtiyacı olan kurumların çıkarttığı tahvilleri satın alarak ödünç verme işlemini gerçekleştirebilirler. Yani tahvil talep edenler aynı zamanda ödünç fon arz edenlerdir. Bu açıklamalarımız ışığında, eğer yatay eksen ödünç verilebilir fonlar olarak adlandırsak tahvil talebi eğrisi ödünç verilebilir fon arz eğrisi (L^s) ve tahvil arz eğrisi de ödünç verilebilir fon talep eğrisi (L^d) olarak yorumlanabilir.

Şekil 3,3'te ödünç verilebilir fon terminolojisi parantez içinde kullanılarak eğriler ve yatay eksen yeniden isimlendirilmiştir. Tahvil piyasasındaki dengeyi ve dengedeki değişimleri bu analizi kullanarak yapacağız, ancak hangi analizi kullanırsak kullanalım sonuçta aynı faiz oranı belirlenecektir.

Tahvil piyasasında denge, arz edilen tahvil miktarının talep edilen tahvil miktarına eşitlendiği noktada belirlenecektir: $B^d = B^s$ (veya $L^s = L^d$)

Şekil 3.3'e göre, tahvil arz (ödünç verilebilir fon talebi) ve tahvil talep (ödünç verilebilir fon arzı) eşitliği C noktasında sağlanmakta, bu denge noktasına göre piyasa denge faiz oranı %17,6, denge işlem hacmi ise ₺30 milyon olarak gerçekleşmektedir.

Yukarıdaki şekil faiz oranını, tahvil arz ve talebinin belirlediğini göstermektedir. Tahvil talebi ile arzın birbirine eşit olduğu tek bir faiz oranı vardır; denge faiz oranı (%17,6). Eğer faiz oranı denge düzeyinin üzerinde (örneğin %25) olduğu zaman, tahvil arz miktarı (₺20 milyon) tahvil talep miktarından (₺40 milyon) düşük olmaktadır. Burada bir talep fazlası söz konusu olduğu için tahvil fiyatları artacak ve faiz oranı denge noktasına gelinceye kadar düşecektir. Tersine faiz oranı denge düzeyinin altında %11,1 olursa bu faiz düzeyinde ₺20 milyon'lık tahvil talep edilirken ₺40 milyon'lık tahvil arz edilmek istenmektedir. Bu durumda ise, arz fazlası söz konusu olduğu için tahvil fiyatları düşecek ve faiz oranı denge noktasına gelinceye kadar yükselecektir.

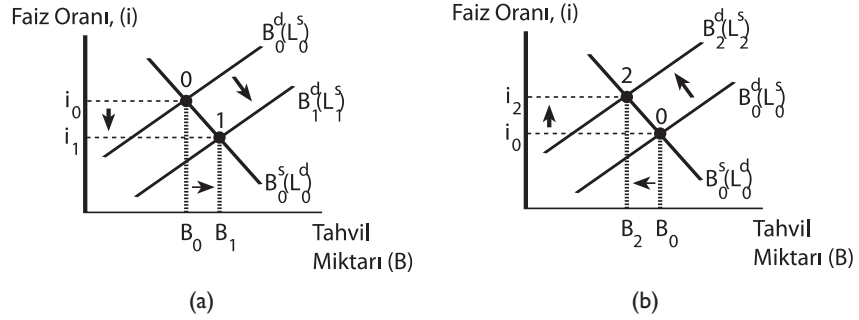
Denge Faiz Oranındaki Değişmeler

Denge faiz oranının değişebilmesi için, tahvil arz ve talep eğrisinin veya her iki eğrisinin yer değiştirmesi gerekmektedir. Arz ve talep eğrilerinin yer değiştirmesi ise tahvil faizi (veya aynı anlama gelmek üzere tahvil fiyatı) dışında sabit kabul ettiğimiz ve arz ve talep eğrisinin yer değiştirmesine neden olan faktörlerde bir değişiklik olduğunda söz konusu olacaktır. Aşağıdaki alt bölümde bu değişimlerin denge faiz oranı üzerinde nasıl etkili olacağını inceleyeceğiz.

Tahvil Talebindeki Değişim

Daha önce ele aldığımız varlık talebini etkileyen faktörlerde meydana gelecek değişimler, tahvil talebi eğrisinin yer değiştirmesine neden olan faktörler hakkında bilgi vermektedir. Varlık talebimizi belirleyen faktörleri; servet, beklenen getiri, likidite ve risk olarak sıralamıştık. Diğer faktörler sabitken, bu değişkenlerin her birinde meydana gelecek değişikliğin tahvil talep eğrisini ne yönde kaydıracağını ve sonuçta denge faiz oranı ve piyasa işlem hacminde ne gibi değişiklikler olacağını ortaya koyacağız.

Şekil 3.4



(a) Tahvil talebinin artması ve denge faizi üzerindeki etkisi

(b) Tahvil talebinin azalması ve denge faizi üzerindeki etkisi

Servet: Önce servet artışının denge faiz oranı üzerindeki etkisine bakalım. Servetle varlık talebi arasında doğru yönlü bir ilişki vardı, buna göre servet arttığında tahvil talebi artacaktır. Tahvil talebindeki artışın denge faiz oranını ne şekilde etkileyeceğini Şekil 3.4.a aracılığıyla gösterelim.

Yukarıdaki şekle göre tahvil piyasası başlangıçta 0 noktasında dengede (denge faiz oranı i_0 ve denge işlem hacmi B_0) iken servetteki artışla (diğer şartlar sabitken) tahvil talep eğrisi sağa kayarak B_1^d konumuna gelecektir. Yeni denge 1 noktasına gelecek, denge faiz oranı i_1 'e gerilerken alınıp satılan tahvil miktarı (denge işlem hacmi) B_1 'e yükselecektir. Tersine servette bir azalma olsaydı tahvil talebi azalacaktı. Bu durumu Şekil 3.4.b. aracılığıyla görebiliriz. Şekle göre başlangıçta tahvil piyasası dengede iken servet azalışıyla talep eğrisi sola doğru kayarak B_2^d konumuna gelecektir. Bu durumda denge 2 noktasına gelecek, denge faiz oranı i_2 'e yükselirken denge işlem hacmi B_2 'ye düşecektir.

Alternatif varlıklara göre tahvilin beklenen getirisi: Tahvillerin beklenen getirisinde bir değişme olmasa da alternatif varlıkların beklenen getirisindeki değişme tahvil talep eğrisinin kaymasına neden olacaktır. Örneğin ekonomik birimler gelecekte hisse senetleri fiyatlarının düşeceğini bekliyorlarsa hisse senetlerinden beklenen getiri azalacaktır. Bu durumda, tahvilden elde edilmesi beklenen getiri değişmese bile, tahvillerin hisse senetlerine göre nispi getirisi artacaktır. Bu da tahvil talebinin artmasına ve tahvil talebi eğrisinin sağa kaymasına neden olacaktır (Şekil 3.4.a'da olduğu gibi).

Ayrıca beklenen enflasyondaki bir değişim de tahvil talep eğrisinin yer değiştirmesine neden olur. Beklenen enflasyon tahvillerden elde edilmesi beklenen getiriyi etkilediği için talep eğrisinde kayma gerçekleşir. Beklenen enflasyondaki artış beklenen getiriyi düşürecek, çünkü beklenen enflasyondaki artışı tahvillerin reel faizinde bir düşüş olarak değerlendirebiliriz. Bu durum tahvil talebinde bir azalmaya yol açacaktır. Duruma farklı bir açıdan şöyle bakılabilir: Beklenen enflasyondaki değişme konut, arsa gibi reel varlıkların beklenen getirisini değiştirecektir. Örneğin beklenen enflasyonun %10'dan %20'ye çıkması gelecekte konut ve arsa fiyatlarının yükselmesine ve dolayısıyla sermaye kazancının artmasına yol açar. Bu tür reel varlıkların beklenen getirilerindeki artış, tahvillerin beklenen nispi getirisini düşüreceğinden tahvil talebinin azalmasına ve talep eğrisinin sola kaymasına yol açar (Şekil 3.4.b'de olduğu gibi).

Alternatif varlıklara göre tahvilin likiditesi: Eğer tahvil piyasasında daha fazla kişi tahvil alım ve satımı yapmaya başlarsa ve bunun sonucunda tahvilleri satmak daha kolay hale gelirse tahvillerin likiditesi artar. Tahvillerin likiditesinin artması tahvil talebinin artmasına ve talep eğrisinin sağa doğru kaymasına neden olur. Bu da denge faiz oranında bir düşmeye neden olur (Şekil 3.4.a.'da olduğu gibi). Tersine, alternatif varlıkların (hisse senedi, bono vb.) likiditesinde meydana gelen artış tahvil talebini azaltacağından talep eğrisi sola kayar (Şekil 3.4.b.'de olduğu gibi).

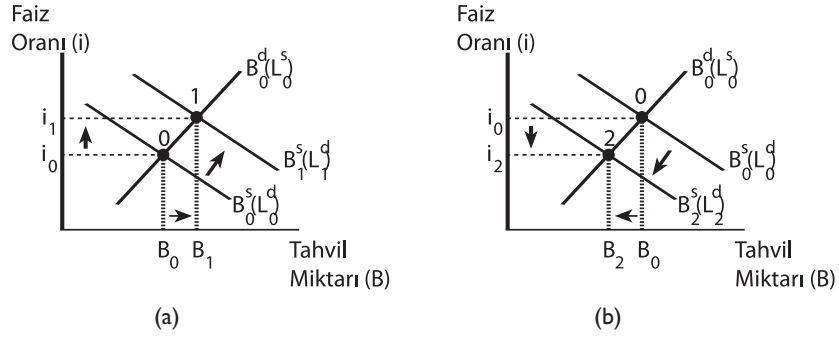
Alternatif varlıklara göre tahvilin riski: Eğer tahvil piyasasında fiyatlar inişli çıkışlı olursa yani tahvil fiyatlarının değişkenliği artarsa tahvillerin riski artar, tahviller diğer varlıklara (örneğin hisse senedi gibi) göre daha az çekici hâle gelir. Dolayısıyla tahvillerin alternatif varlıklara göre riskinde bir artış, tahvil talebinin düşmesine ve tahvil talep eğrisinin sola doğru kaymasına neden olur (Şekil 3.4.b.'de olduğu gibi). Tersine, diğer varlıkların piyasasında fiyat değişkenliği artarsa tahviller daha çekici hale gelir. Buna göre alternatif varlıkların riskliliğindeki bir artış tahvil talebinin artmasına neden olur ve talep eğrisi sağa kayar (Şekil 3.4.a.'da olduğu gibi).

Tahvil Arzındaki Değişim

Tahvil arz eğrisini elde ederken faiz oranı (tahvil fiyatı) dışında, arzı etkileyen diğer faktörleri sabit kabul etmiştik. Tahvil arzını etkileyen ve onun yer değiştirmesine neden olan faktörler; yatırım fırsatlarından beklenen kârlılık, beklenen enflasyon ve devlet bütçesidir. Şimdi bu faktörlerde meydana gelecek değişimler sonucunda arz eğrisi ve denge faiz oranında meydana gelecek değişimlere bakacağız.

Yatırım fırsatlarından beklenen kârlılık: Bir firma yapacağı yatırımdan ne kadar yüksek düzeyde kar elde edeceğini düşünüyorsa firma yatırımlarını finanse edebilmek için o kadar çok borçlanmak isteyecektir. Örneğin ekonominin hızla büyüdüğü dönemlerde karlı yatırım fırsatları artacaktır ve böylesi dönemlerde borçlanma miktarı dolayısıyla tahvil arzı artacaktır. Şimdi, yatırım fırsatlarından beklenen kârlılıkta bir artışı ve bunun tahvil arzı ve denge faiz oranı üzerindeki etkisini Şekil 3.5 yardımıyla inceleyelim. Şeklin (a) panelinde başlangıçta tahvil piyasası 0 noktasında dengede iken, yatırım fırsatlarından beklenen kârlılıkta artışla birlikte tahvil arzı sağa kaymış ve B_1^s konumuna gelmiştir. Tahvil piyasası dengesi ise, 0 noktasından 1 noktasına gelmiş ve bu yeni denge noktasına göre faiz oranı artarken işlem hacmi de artmıştır. Tersine ekonomik küçülmenin yaşandığı dönemlerde, karlı yatırım fırsatları ve dolayısıyla tahvil arzı azalır. Bu durum Şeklin (b) panelinde gösterilmiştir. Şekil 3.5.b'de tahvil arzı azalmış ve arz eğrisi B_0^s konumundan sola doğru kayarak B_2^s ye gerilemiştir. Bu durumda yeni denge 2 noktasında oluşurken faiz oranı ve işlem hacmi azalmıştır.

Şekil 3.5



Tahvil arzının artması ve denge faizi üzerindeki etkisi

Tahvil arzının azalması ve denge faizi üzerindeki etkisi

Beklenen enflasyon: Bildiğiniz gibi borç almanın reel maliyeti en doğru şekilde reel faiz oranı ile ölçülmektedir. Reel faiz oranının; nominal faiz oranından beklenen enflasyon oranının çıkarılmasıyla elde edildiğini anlatmıştık. Bu bağlamda, nominal faiz oranı veri iken beklenen enflasyon artarsa borçlanmanın reel maliyeti azalır. Bu nedenle beklenen enflasyondaki bir artış tahvil arzının artmasına ve tahvil arz eğrisinin sağa doğru kaymasına, faiz oranının ise artmasına neden olur (Şekil 3.5.a.'da olduğu gibi). Tersine beklenen enflasyondaki düşme borçlanmanın reel maliyetini arttıracak için tahvil arzı azalır ve sonuçta denge faiz oranı düşer (Şekil 3.5.b.'de olduğu gibi).

Devlet bütçesi: Eğer devletin bütçe giderleri gelirlerinden büyük olursa aradaki fark bütçe açığını oluşturur. Bütçe açıkları borçlanma yoluyla finanse edilebildiği için hazine tahvil ihraç eder. Söz konusu açık ne kadar fazla olursa hazine o kadar çok tahvil satar, bu durum tahvil arzını arttırır ve faiz oranı artar (Şekil 3.5.a.'da olduğu gibi). Tersine bütçe gelirleri giderlerini aşarsa bütçe fazlası oluşur. Bütçe fazlası olması borçlanma gereksiniminin azalmasına ve sonuçta tahvil arzının azalmasına neden olacaktır. Bu durumda arz eğrisi sola kayacak ve faiz oranı düşecektir (Şekil 3.5.b.'de olduğu gibi).

DİKKAT



Tahvil piyasasında arz ve talep eğrilerinin kaymasına yol açan faktörleri, örneğin servette meydana gelecek bir değişimin etkisini incelerken, servet dışında diğer tüm değişkenlerin sabit kaldığını varsaydığımızı unutmayın.

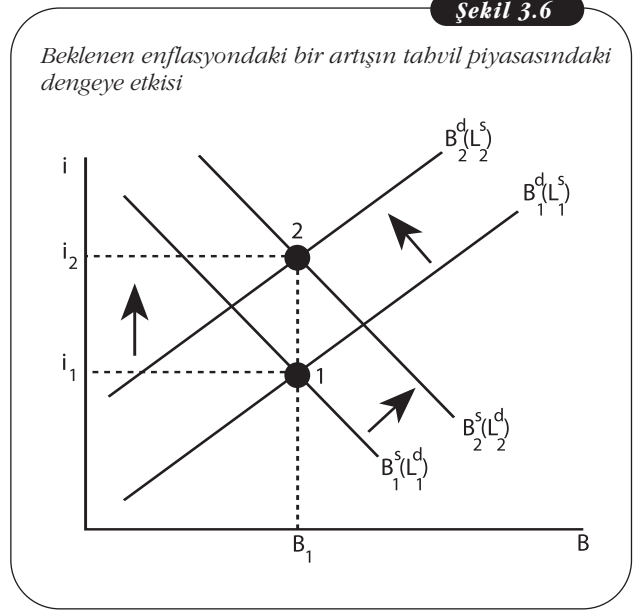
Beklenen Enflasyonun Tahvil Piyasasındaki Dengeye Etkisi

Yukarıdaki tartışmalarımızda beklenen enflasyondaki değişimin tahvil arz ve talebini nasıl etkilediğini belirtmiştik. Beklenen enflasyon arttığında beklenen getiri oranı düştüğü için tahvil talebinin azaldığını ve ödenmesi beklenen reel faiz düştüğü için (yani borçlanmanın reel maliyeti azaldığı için) de tahvil arzının arttığını belirtmiştik. Şimdi Şekil 3.6 aracılığıyla beklenen enflasyondaki bir artışın denge faiz oranı üzerindeki etkisini inceleyelim.

Şekil 3.6'ya göre tahvil piyasası başlangıçta 1 nolu noktada dengededir. Beklenen enflasyondaki artış, tahvil talebinin azalmasıyla tahvil talep eğrisinin B_1^d konumundan B_2^d konumuna gerilemesine ve tahvil arzını arttırarak tahvil arz eğrisinin

Fisher Etkisi: Beklenen enflasyondaki artışın faiz oranını yükseltmesidir.

sağa kaymasına ve B_1^s 'den B_2^s 'ye gelmesine neden olmuştur. Sonuçta beklenen enflasyondaki artış nedeniyle yeni denge 2 nolu noktada oluşur. Bu yeni denge noktasına göre denge faiz oranı i_1 'den i_2 'ye yükselmiştir. Burada dikkat ederseniz denge işlem hacmi değişmemiştir. Çünkü biz bu şekli elde ederken arz ve talep eğrilerindeki ters yönlü kaymanın büyüklüğünün eşit düzeyde olduğunu gösterdik. Burada beklenen enflasyondaki artış sonucu ortaya çıkan arz ve talep eğrilerindeki yer değiştirmenin büyüklüğüne bağlı olarak denge tahvil miktarı artabilir de azalabilir de, yani kesin olarak tahvil miktarının ne olacağını söyleyemeyiz. Ancak burada kesin olan bir şey var, o da beklenen enflasyondaki artışın faiz oranını yükseltmesi. Beklenen enflasyondaki artışın faiz oranını yükseltmesi şeklindeki bu sonuca "Fisher Etkisi" adı verilmektedir.



Likidite Tercihi Kuramı

Keynes tarafından geliştirilen likidite tercihi kuramında, denge faiz oranı para arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Oysa ödünç verilebilir fonlar kuramında denge faiz oranı tahvil arz ve talebi tarafından belirlenmekteydi. Bu açıdan baktığınızda iki yaklaşım birbirinden farklı gibi görünse de, aslında birbirleriyle yakından ilişkilidir.

Şöyle ki, Keynes'e göre, insanlar servetlerini para ve tahvil olarak iki şekilde tutarlar. Bu nedenle ekonomideki toplam servet; arz edilen para miktarı (M^s) ve arz edilen tahvil miktarının (B^s) toplamına eşit olmak zorundadır. İnsanlar ellerindeki servetlerinin izin verdiği ölçüde varlık satın alabileceği için, insanların talep ettikleri tahvil (B^d) ve para miktarı (M^d) toplamı da toplam servete eşit olmak zorundadır. Buna göre, arz edilen tahvil ve para miktarı, talep edilen tahvil ve para miktarına eşittir. Bu durumda;

$$B^s + M^s = B^d + M^d$$

olmak durumundadır. Yukarıdaki eşitliğin bir tarafını tahvil diğer tarafını para koşullarında aşağıdaki şekilde yeniden yazabiliriz:

$$B^s - B^d = M^d - M^s$$

Elde ettiğimiz bu son eşitliğe göre, eğer para piyasası dengede ($M^s=M^d$) ise eşitliğin sağ tarafı sıfıra eşit olur. Bu durumda ise tahvil piyasası da dengede ($B^s=B^d$) olacaktır. Elde ettiğimiz bu sonuca göre, denge faiz oranının, tahvil arz ve talebinin eşitlendiği noktada ya da para arz ve talebinin eşitlendiği noktada belirlendiğini düşünmek aynı şeydir. Dolayısıyla likidite tercihi kuramı ve ödünç verilebilir fonlar kuramı eş değer analizlerdir. Ancak her iki yaklaşım çoğu durumda aynı sonuçlara ulaşsa da likidite tercihi kuramı, konut, arsa gibi reel varlıkların beklenen getirilerindeki değişimin, faiz oranları üzerindeki etkilerini göz önüne almadığı için uygulamada bu iki yaklaşım birbirinden farklılaşmaktadır.

Faiz oranlarının belirlenmesinde iki yaklaşımı ele almamızın nedeni, ödünç ve riblebilir fonlar kuramının, beklenen enflasyondaki değişmelerin etkilerini incelemede, likidite tercihi kuramının ise gelir, fiyat düzeyi ve para arzındaki değişikliklerin etkilerini incelemede daha uygun olmasıdır.

Keynes'in yaklaşımında paranın getirisi sıfırdır. Çünkü Keynes'in para tanımı nakit ve çeke tabi (vadesiz) mevduat hesaplarını içermektedir. Çünkü Keynes'in teorisini geliştirdiği dönemde bu tür hesaplar için faiz getirisi söz konusu değildi veya çok az miktarda faiz geliri elde edilmekteydi. Keynes'in analizinde servetin tahvil ve para olmak üzere iki şekilde tutulduğunu söylemiştik. Böylece Keynesgil analizde tahvil paranın tek alternatifidir ve faiz oranına eşit bir beklenen getirisinin olduğu kabul edilir. *(Aslında Keynes, tabvillerin beklenen getirisinin faiz oranına eşit olduğunu varsaymamış, ancak bunların çok yakından ilişkili olduğunu varsaymıştır. Bu fark bizim para piyasası dengesi analizini çok etkilemediği için göz ardı edilmiştir. Kitabınızda para talebi teorileriyle ilgili ünite de bu durum detaylı olarak ele alınacaktır).* Buna göre, diğer koşullar sabitken faiz oranı yükseldikçe paranın beklenen getirisi tahvilin beklenen getirisine göre düşer ve para talebi azalır.

Aynı şekilde, para talebi ve faiz oranı arasındaki ters ilişkiyi fırsat maliyeti kavramıyla da açıklayabiliriz. Paranın getirisi sıfır olduğu için elde para tutmanın fırsat maliyeti kaybedilen faizdir. Buna göre ekonomik birimler faiz oranları yükseldikçe elde tutmak istedikleri para miktarını azaltmaktadır.

Bu analizde para arzı merkez bankası tarafından belirlenen dışsal bir değişkendir yani para arzı merkez bankasının kontrol ettiği bir değişkendir.

Bu açıklamalarımızın ışığı altında, artık likidite tercihi kuramına göre para piyasasında denge faiz oranının nasıl belirlendiğini aşağıdaki grafik aracılığıyla gösterebiliriz.

Şekil 3.7'de gelir ve fiyat gibi ekonomik değişkenlerin sabit olduğu varsayımıyla çeşitli faiz düzeylerinde talep edilen para miktarı (M^d) ve merkez bankası tarafından belirlenen para arzı miktarı (M^s) gösterilmiştir.

Para talebi ile faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki olduğundan %15'lik bir faiz oranında talep edilen para miktarı ₺10 milyon'dur ve bu bileşim A noktasıyla gösterilmiştir. Faiz oranı %10 gibi daha düşük bir düzeyde olduğunda elde para tutmanın fırsat maliyeti azalacağı için talep edilmek istenen para miktarı ₺20 milyon'ye yükselmekte, bu ise A noktasından B noktasına kayma ile gösterilmektedir. Eğer faiz oranı %5'e düşerse para talebi daha da artarak ₺30 milyon'ye yükselmekte ve yeni faiz oranı ve para miktarı bileşimi C noktasında oluşmaktadır. Bu elde ettiğimiz noktaları birleştirdiğimizde elde ettiğimiz eğri negatif eğimli para talebi (M^d) eğrisidir.

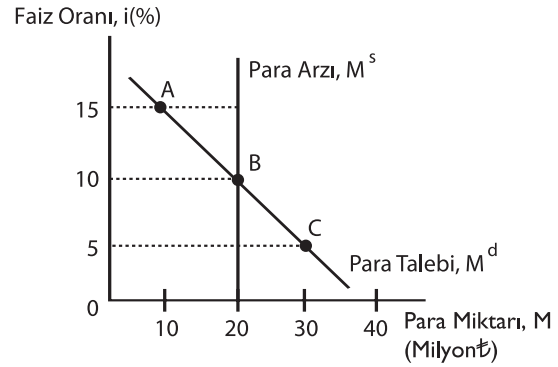
Yukarıda değindiğimiz gibi para arzı merkez bankası tarafından belirlenmekte olduğundan faiz oranına bağlı değildir. Bu yüzden para arzı eğrisi dik bir doğru olarak gösterilmiş ve merkez bankasının para arzını ₺20 milyon düzeyinde tuttuğu varsayılmıştır. Buna göre para piyasasında denge para arzının para talebine eşit ($M^s = M^d$) olduğu B noktasında gerçekleşmiştir. Bu denge noktasına göre, denge faiz oranı ise %10 olarak gerçekleşmiştir.

Burada para arzı ve para talebi arasındaki ilişkiye bakarak faiz oranının denge düzeyinin üzerinde veya altında olması durumunda tekrar dengeye döneceğini görebiliriz. Örneğin faiz oranı denge düzeyinin üzerinde (%15) olursa A noktasında talep edilmek istenen para miktarı ₺10 milyon ve arz edilen para miktarı ₺20 milyon'dur. Bu durum, ekonomik birimlerin elinde arzu ettiklerinden daha fazla para bulunması anlamına gelir. Bu koşullarda, ekonomik birimler tahvil satın ala-

rak bu fazlalıktan kurtulmaya çalışacaklardır. Bu ise tahvil talebinde bir artışa ve tahvil fiyatlarının yükselmesine neden olacak, sonuçta faiz oranı denge faiz oranı olan %10'a doğru düşecektir. Benzer şekilde faiz oranı %5 ise C noktasında talep edilen para miktarı ₺30 milyon iken arz edilen para miktarı ₺20 milyon'dur. Ekonomik birimler arz edilenden daha fazla para elde tutmak istediklerinden, ellerindeki para dışında tek varlık olan tahvilleri satacaklar ve tahvil fiyatları düşecektir. Tahvil fiyatlarındaki düşüş faiz, denge düzeyi olan %10'a çıkıncaya kadar devam edecektir. Faiz denge düzeyine geldikten sonra, bir değişme eğilimi göstermeyecek ve bu düzeyde kalacaktır.

Şekil 3.7

Para Piyasasındaki Denge



Denge Faiz Oranındaki Değişmeler

Para arzı ve para talebindeki değişmeler, denge faiz oranının değişmesine yol açmaktadır. Likidite tercihi kuramına göre denge faiz oranının nasıl değiştiğini incelemek için, para arzı ve para talebi eğrilerinin yer değiştirmesine neden olan koşulları ele alacağız. Likidite tercihi kuramında para talebi eğrisini kaydıran iki faktör söz konusudur: Gelir ve fiyatlar. Para arzı ise tam olarak merkez bankası tarafından belirlendiği için merkez bankasının para miktarı ile ilgili kararındaki değişme para arzının yer değiştirmesine neden olacaktır.

Para Talebindeki Kaymalar

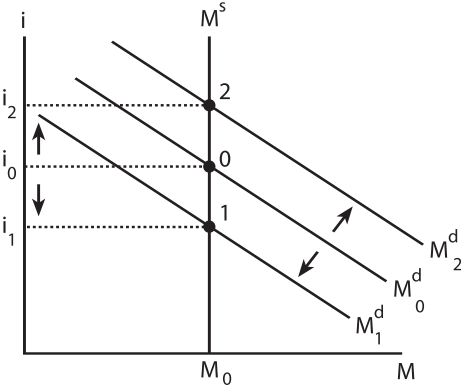
Likidite tercihi kuramına göre, para talebi eğrisinin yer değiştirmesine ve sonuçta denge faiz oranının değişmesine yol açan gelir ve fiyatlardaki değişimi ele alalım.

Gelirdeki değişim: Keynes gelirin para talebini etkilemesini iki şekilde açıklamıştır. İlk olarak ekonomi genişledikçe gelir artacak bu ise serveti arttıracak ve insanlar değer biriktirme amacıyla daha fazla para tutmak isteyecek. İkinci olarak ekonomi genişledikçe ve gelir arttıkça insanlar daha fazla harcama yapmak isteyecekler ve sonuçta daha fazla para talebinde bulunacaklardır. Buna göre gelir arttıkça para talebi artarken gelir azaldıkça para talebi azalacaktır. Aşağıdaki şekilde gelir artışının ve azalışının denge faiz oranı üzerindeki etkisi gösterilmiştir. Şekilde görüldüğü gibi para arzı sabitken para talebinin değişmesi denge faiz oranını değiştirmektedir. Başlangıçta para piyasasında denge 0 noktasında sağlanmışken gelirdeki bir azalma nedeniyle para talebi eğrisi sola doğru kayarak M_0^d konumundan M_1^d konumuna gelmiştir. Yeni denge düzeyi 1 nolu noktada gerçekleşmiş ve bu denge düzeyine göre faiz oranı i_1 düzeyine gerilemiştir. Tersine gelirden bir artış olduğunda, para talebinde bir artış gerçekleşecektir. Şekil 3.8'e göre, denge düzeyi başlangıç dengesi olan "0" noktasından "2" noktasına kaymıştır. Şekilden görebileceğiniz gibi, denge faiz oranı i_0 düzeyinden i_2 düzeyine çıkmıştır. Buna göre diğer koşullar sabitken gelir artışının faiz oranının yükselmesine, gelir düşüşünün ise faiz oranlarının düşmesine neden olduğunu söyleyebiliriz.

Fiyatlardaki Değişim: Fiyatlar genel düzeyi değiştiğinde paranın değeri de değişmektedir. Buna göre örneğin ekonomide fiyatlar arttığında, elinizde tuttuğunuz belli miktardaki parayla fiyatlar artmadan önce satın alabildiğiniz mal ve hizmetleri artık satın alamazsınız. Çünkü fiyat artışı nedeniyle paranızın değeri düş-

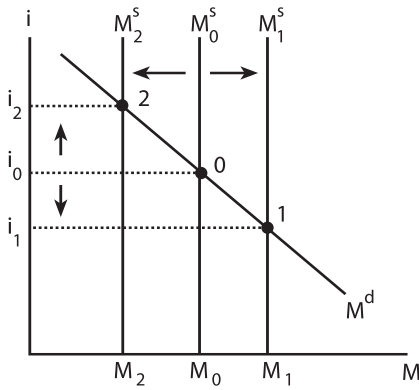
Şekil 3.8

Para talebi eğrisindeki değişme ve denge faiz oranı



Şekil 3.9

Para arzı eğrisindeki değişme ve denge faiz oranı



Likidite Etkisi: Diğer koşullar sabitken para arzındaki artışın faiz oranını düşürmesidir.

Diğer Etkiler

Milton Friedman, para arzındaki artışın faiz oranlarını düşüreceği şeklindeki sonuca önemli bir eleştiri yöneltmiştir. Friedman diğer şartların değişmediği başlangıçta, para arzındaki artışın faiz oranını düşürmesi sonucunu **“likidite etkisi”** olarak adlandırmıştır.

Friedman'a göre, para arzı arttığında diğer koşullar sabit kalmayabilir ve para arzındaki artış ekonomi üzerinde faiz oranlarının yeniden artmasına neden olacak etkiler doğurabilmektedir. Bu yüzden Friedman, likidite etkisinin olayın sadece bir parçasını oluşturduğunu belirtmiştir. Eğer faiz oranlarının artmasına yol açacak diğer etkiler önemli boyutta ise para arzı arttığında faiz oranlarının yükselmesi mümkün olacaktır. Burada kastedilen diğer etkiler ise gelir, fiyat düzeyi ve beklenen enflasyon etkileridir. Örneğin para arzındaki artış, ekonomi üzerinde genişletici bir etki yaratarak millî geliri ve serveti artırır. Bu gelir artışı likidite tercihi kuramına

müş olacaktır. Bu yüzden fiyatlar arttığında aynı miktar mal ve hizmeti satın alabilmek için daha fazla nominal para talep etmek zorunda olursunuz. Daha yüksek bir fiyat düzeyi para talebi eğrisinin sağa doğru kaymasına ve denge faiz oranının yükselmesine neden olacaktır. Tersine fiyatlar düştüğü zaman satın aldığınız mal ve hizmetlerin fiyatı düşeceği için, örneğin eskiden ₺100'ye alabildiğiniz bir malı fiyatlardaki düşüş nedeniyle ₺80'ye alabiliyorsanız para talebiniz düşecektir. Daha düşük bir fiyat düzeyi ise para talebinin azalmasına ve denge faiz oranının düşmesine yol açacaktır (Şekil 3.8'de olduğu gibi). Sonuç olarak diğer koşullar sabitken fiyat artışı faiz oranının yükselmesine, fiyat düşüşü ise faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır.

Para Arzındaki Kaymalar

Yukarıda para arzının tamamıyla merkez bankası tarafından belirlendiğini söylemiştik. Örneğin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası genişlemeci bir para politikası yürütürse para arzı artacak ve bu durumda para arzı eğrisi sağa doğru kayarak M_0^s konumundan M_1^s konumuna gelecektir. Şekil 3.9'da gördüğümüz gibi, diğer şartlar sabitken para arzındaki artış para piyasası dengesinin 0 noktasından aşağıya doğru kayarak 1 noktasına gelmesine ve faiz oranının i_0 'dan i_1 'e düşmesine neden olacaktır. Tersine TCMB sıkı para politikası izlerse para arzı daralacak, para arzı eğrisi M_0^s konumundan M_2^s konumuna gerileyecektir. Bu durumda denge, başlangıç denge düzeyi olan 0 noktasından 2 noktasına gelecektir. Bu yeni denge noktasında faiz oranı i_2 'ye yükselecektir. Sonuç olarak, diğer koşullar sabitken para arzı arttığında faiz oranı düşerken, para arzı azaldığı zaman ise faiz oranı yükselecektir.

göre para talebini arttırır ve faiz oranlarını yükseltir. Bu **gelir etkisi** olarak adlandırılan bir etkiyle olmaktadır. Para arzındaki bir artış, daha sonra ekonomide fiyatlar genel düzeyinde de bir artışa neden olabilir. Likidite tercihi kuramına göre, fiyatlardaki artış para talebinin artmasına ve faiz oranlarının yükselmesine neden olur. Bu nedenle para arzındaki artışın yarattığı **fiyat etkisi**, fiyatlardaki artışın faiz oranlarını arttırmasıdır. Para arzındaki artış sonucu yükselen fiyatlar genel düzeyi de, beklenen enflasyon oranını etkilemek suretiyle faiz oranını etkiler. Para arzındaki artışın tetiklediği yüksek fiyat düzeyi, fiyatların artmaya devam edeceği şeklindeki beklentileri yani beklenen enflasyon oranını yükseltir. Ödünç verilebilir fonlar kuramına göre beklenen enflasyondaki artış faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu yüzden, para arzındaki artışın yarattığı **beklenen enflasyon etkisi**, beklenen enflasyondaki artışa bağlı olarak faiz oranının yükselmesidir.

Buraya kadar yaptığımız açıklamalardan likidite, gelir, fiyat ve beklenen enflasyon etkilerine göre, yalnızca likidite etkisi para arzı artışının faiz oranını düşüreceğini ifade etmektedir. Diğer üç etkiye göre ise, para arzı artışı hızlandığında faiz oranı artacaktır. Peki, bu etkilerden hangisi daha büyüktür ve bu etkiler faiz oranına ne kadar hızlı etkide bulunur? Bu sorulara verilecek yanıt, para arzındaki bir artışın faiz oranı üzerindeki etkisinin ne yönde olacağını belirlemede kritik bir öneme sahiptir. Genelde, parasal bir büyümenin yarattığı likidite etkisi çok çabuk ortaya çıkar. Gelir ve fiyat etkisinin görülmesi ise parasal bir büyümenin fiyatları ve geliri etkilemesi çok çabuk olmayacağından zaman alır. Beklenen enflasyon etkisi ise parasal genişleme arttığında ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini yavaş mı yoksa hızlı mı ayarladıklarına bağlı olarak hızlı veya yavaş bir şekilde ortaya çıkabilmektedir.

Yukarıda yaptığımız açıklamalarımız çerçevesinde, örneğin faiz oranında bir düşüşün gerçekleşmesi isteniyorsa:

- Eğer likidite etkisi diğer etkilerden (gelir, fiyat ve beklenen enflasyon etkisi) daha büyük ise **para arzının arttırılması** gerekir.
- Eğer diğer etkiler likidite etkisinden büyükse ve enflasyon beklentileri hızla ayarlanıyorsa **para arzının azaltılması** gerekir.
- Eğer diğer etkiler likidite etkisinden büyük fakat enflasyon beklentileri yavaş ayarlanıyorsa o zaman para arzının arttırılıp arttırılmayacağı konusu, insanların kısa dönemde ya da uzun dönemde ne olduğuna verdikleri öneme bağlı olacaktır. Çünkü böyle bir durumda likidite etkisiyle başlangıçta faizler düşerken diğer etkiler likidite etkisinden büyük olduğu için sonuçta daha sonra faiz oranları artacaktır.

Yakın zamanda yapılan araştırmalarda, genel olarak parasal büyümenin kısa vadeli faiz oranlarını **geçici** olarak düşürdüğü saptanmıştır.

Aşağıdaki tabloda para arzında meydana gelecek bir artışın, faiz oranları üzerinde zaman içerisinde yaratacağı etki görülmektedir.

Cari Faiz Oranı	%5
1 Ay sonraki Faiz Oranı	%3
14 Ay sonraki Faiz Oranı	%8
24 Ay sonraki Faiz Oranı	%10

Para arzında gerçekleşecek bir artış sonucunda, faiz oranlarının yukarıdaki tabloda verilen seyri izleyebilmesi için gerekli şartlar nedir?



Özet



Faiz oranı kavramının ne anlama geldiğini ve vadeye kadar getiri kavramının faiz oranına ilişkin en uygun ölçüt olduğunu açıklamak.

Faiz oranı, borçlunun belirli bir dönem boyunca aldığı borca karşılık ödediği faiz tutarının veya kredi kullandırmanın verdiği borca karşılık aldığı faiz tutarının anaparaya oranı şeklinde tanımlanabilir. Diğer bir ifadeyle faizin anaparaya göre bir oran şeklinde belirlenmesine faiz oranı denilmektedir. Faiz oranları çeşitli şekillerde hesaplanırken kullanılan ortak yol vadeye kadar getiri kavramının kullanılmasıdır. İktisatçılar faiz oranı terimini kullandıklarında kastettikleri şey vadeye kadar getiridir. Vadeye kadar getiri, bir mali varlığın bugün satın aldığımızda ödediğimiz fiyatı, mali varlığın sahibine yapılacak ödemelerin bugünkü değerlerinin toplamına eşitleyen faiz oranıdır. Vadeye kadar getiri kavramı iktisadi açıdan daha anlamlı olduğu için, vadeye kadar getiri kavramının faiz oranına ilişkin en uygun ölçüt olduğu iktisatçılar tarafından kabul edilir.



Getiri oranı-faiz oranı ve reel faiz-nominal faiz oranı arasındaki farkı açıklamak.

Pek çok kişi bir tahvilden elde edeceği getirinin bu tahvile ilişkin faiz oranı olduğunu düşünmektedir. Ancak bir menkul kıymetin fiyatında meydana gelebilecek bir değişiklik sonucu sermaye kaybına uğrama riskiniz olduğu gibi sermaye kazancı da elde edebilirsiniz. Bu nedenle faiz geliri ile sermaye kaybı veya kazancı oranı bize elde edebileceğimiz getiriyi verir.

Nominal faiz oranları her gün tartışılan, basında, resmî bildirimlerde, ilanlarda kullanılan, kısaca piyasada uygulanan cari faiz oranıdır. Eğer bir ekonomide fiyatlar genel düzeyi sabit değilse fiyat değişmelerinin etkisini içeren nominal faiz oranının, fiyatlardaki beklenen değişmelere göre düzeltilmiş reel faiz oranından ayrılması gerekmektedir. Reel faiz oranı, nominal faiz oranından enflasyonun çıkarılmasıyla bulunur. Reel faiz oranı, borçlanmanın reel maliyetini ve borç verdiğimizde elde edeceğimiz reel getiriyi görmemiz açısından önemli bir kavramdır.



Faiz oranlarının nasıl belirlendiğini ve faiz oranlarında meydana gelen değişmelerin nedenlerini, ödünç verilebilir fonlar kuramı ve likidite tercihi kuramı çerçevesinde yorumlamak.

Pek çok insan açısından faiz oranlarının belirlenmesi ve tahmini son derece önemlidir. Çünkü faiz oranlarında meydana gelen değişmeler günlük yaşamımızı ve ekonominin genelini etkilemektedir. Bu yüzden bir ekonomide denge faiz oranının nasıl belirlendiğini ve neden değiştiğini bilmek hayatımızı kolaylaştıracaktır. Genel olarak denge faiz oranının nasıl belirlendiği ve neden değiştiği “likidite tercihi kuramı” ve “ödünç verilebilir fonlar kuramı” aracılığıyla ele alınmaktadır. Ödünç verilebilir fonlar kuramı; faiz oranının belirlenmesini tahvil arz ve talebi ile açıklamaktadır. Başka bir deyişle faiz oranı ödünç verilebilir fon arz ve talebi tarafından belirlenir. Bu çerçevede, tahvil arz ve talebi ele alınarak faiz oranının nasıl belirlendiği incelenmektedir. Keynes tarafından geliştirilen likidite tercihi kuramında, denge faiz oranı para arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Faiz oranlarının belirlenmesinde iki yaklaşımın ele alınmasının nedeni, ödünç verilebilir fonlar kuramının, beklenen enflasyondaki değişmelerin etkilerini incelemeye, likidite tercihi kuramının ise gelir, fiyat düzeyi ve para arzındaki değişikliklerin etkilerini incelemeye daha uygun olmasıdır.

Kendimizi Sıyalım

1. Aşağıdaki durumlardan hangisinde borç almayı daha fazla tercih edersiniz?
 - a. Faiz oranı %20 ve beklenen enflasyon %25 ise
 - b. Faiz oranı %9 ve beklenen enflasyon %7 ise
 - c. Faiz oranı %15 ve beklenen enflasyon %14 ise
 - d. Faiz oranı %4 ve beklenen enflasyon %1 ise
 - e. Faiz oranı %13 ve beklenen enflasyon %15 ise
2. Bir yıl vadeli olan ve 180 liraya satın aldığınız iskonto lu bir tahvili 3 ay sonra 190 liraya satarsanız bu tahvilden elde edeceğiniz getiri oranı ne olur?
 - a. %10
 - b. -%7.5
 - c. %7.5
 - d. -%5.5
 - e. %5.5
3. Faiz oranı % 10 olan, bir yıl vadeli, ₺300 nominal değerli bir tahvilin satış fiyatı kaç ₺'dir?
 - a. 330
 - b. 247.9
 - c. 250
 - d. 272,7
 - e. 290.9
4. Ödünç verilebilir fonlar kuramına göre tahvil arzı tahvil talebinden fazla olursa aşağıdakilerden hangisi gerçekleşir?
 - a. Tahvil fiyatları düşeceği için talep eğrisi sağa kayar ve faiz oranı artar.
 - b. Tahvil fiyatları düşeceği için faiz oranı artar.
 - c. Tahvil fiyatları artacağı için faiz oranı düşer.
 - d. Tahvil fiyatları düşeceği için faiz oranı düşer.
 - e. Tahvil fiyatları artacağı için talep eğrisi sola kayar ve faiz oranı düşer.
5. Likidite tercihi kuramına göre, aşağıdakilerden hangisi para arzı eğrisinin sağa kaymasına neden olur?
 - a. Merkez bankasının para arzını arttırması
 - b. Merkez bankasının para arzını azaltması
 - c. Merkez bankasının faiz oranını arttırması
 - d. Fiyatlar genel düzeyinin düşmesi
 - e. Gelirin azalması
6. Ödünç verilebilir fonlar kuramına göre, yatırımlardan beklenen karlılık artarsa diğer şartlar sabitken, tahvil eğrisi doğru kayar.
 - a. talep, sağa
 - b. talep, sola
 - c. arz, sağa
 - d. arz, sola
 - e. talep, aşağıya
7. Likidite tercihi kuramına göre, fiyatlar genel düzeyi yükselirse diğer şartlar sabitken para eğrisi doğru kayar.
 - a. arzı, sağa
 - b. arzı, sola
 - c. arzı, aşağıya
 - d. talebi, sağa
 - e. talebi, sola
8. ₺1000 nominal değerli ve yılda bir kupon ödemesi olan bir tahvilin kupon oranı %13 ise bu tahvilin yıllık kupon ödeme miktarı kaç ₺ olur?
 - a. 13
 - b. 130
 - c. 260
 - d. 1000
 - e. 769
9. Milton Friedman'a göre aşağıdakilerden hangisi likidite etkisi olarak değerlendirilebilir?
 - a. Para arzındaki artışın geliri arttırması
 - b. Para arzındaki artışın beklenen enflasyonu arttırması
 - c. Para arzındaki artışın fiyatları arttırması
 - d. Para arzındaki artışın faizleri düşürmesi
 - e. Para arzındaki artışın geliri düşürmesi
10. Ödünç verilebilir fonlar kuramına göre, A tahvilinin beklenen getirisi %5'ten %10'a yükselirken B tahvilinin beklenen getirisinin %12'den %18'e çıkması durumunda, B tahvilini elde tutmanın beklenen getirisi A tahviline göre ve B tahvilinin talebi
 - a. artar, azalır
 - b. artar, artar
 - c. azalır, artar
 - d. azalır, değişmez
 - e. azalır, azalır

Yaşamın İçinden

“

Radikal

30/06/2011



Sıfır reel faiz meselesi

FATİH ÖZATAY

Ekonomi

Bankalardaki mevduatın milli gelire oranı şu andaki düzeyinde değil de 1980 öncesindeki düzeyinde kalsaydı ne olurdu? Biraz geçmişe gideyim: Bankalardaki toplam mevduatın milli gelire oranı 1970-79 döneminde ortalama yüzde 14.5 düzeyindeydi. Bu değer 1980-89 döneminde yüzde 18.7, 1990-99 döneminde ise yüzde 23.2 oldu. 2007 yılında aynı oran yüzde 43.3, 2009 yılında ise yüzde 55.8 düzeyindeydi.

Önümüzdeki birkaç yılı, yani kısa vadeyi düşünün. Türkiye'nin en önemli ekonomik sorunu ne? Yanıtı oldukça basit: Cari işlemler açığı çok yüksek ve bu yüksek açık neredeyse tümüyle kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse ediliyor.

Tasarruflar yetmiyor

Kısa vadeyi bir tarafa bırakıp orta-uzun vadeli düşününce ortaya çıkan temel sorun da çok farklı değil: Türkiye'nin potansiyeli, gelişmiş ülkelerle arasındaki gelir farklılığını kapatmaya yetmiyor. 'Potansiyel' derken, son elli yılın, son 30 yılın ya da son on yılın ortalama büyüme hızından söz ediyorum. Hangi dönemi alırsanız fark etmiyor; yüzde 4.5 civarında bir büyüme karşımıza çıkıyor. Bu hızın üzerinde büyüdüğümüz yıllarda cari işlemler açığı rekor kırıyor. Çünkü potansiyelimizin üzerine çıkmak için başkalarının tasarruflarına ihtiyaç duyuyoruz. Kendi tasarruflarımız büyüme hızımızı arttırmaya yetmiyor.

Kısacası, kısa döneme baksanız da, vazgeçip yüzünüzü uzun döneme döndürseniz de karşınıza bir cari işlemler açığı sorunu çıkıyor. Bunu biraz deşince ise sorunun temel nedenlerinden biri olarak yurtiçi tasarruf düzeyimizin yetersizliği hemen kendini belli ediyor.

Yazının ilk paragrafındaki rakamlara döneyim. 1980 öncesi dönemde, bankacılık sistemindeki toplam mevduatın milli gelire oranının ne kadar düşük olduğu, sanırım dikkatinizden kaçmamıştır. Zamanla bu oranın yükselmeye başladığı gerçeği de. Bir noktayı hatırlatayım:

1980 öncesi mevduat dışında pek bir tasarruf aracı yok (altın dışında). Oysa şimdi mevduat dışında tasarrufları değerlendirebilecek farklı mali araçlar var. Yine de bu basit karşılaştırma bile, içinde bulunduğumuz dönemde, 1980 öncesi ile kıyas bile kabul etmeyecek düzeyde, bankaların kredi olarak açabilecekleri önemli miktarda kaynakları olduğunu gösteriyor.

1980 öncesine dikkat

Sorular şunlar: Bankalardaki mevduat, (milli gelire oranla) şu andaki düzeyinde değil de 1980 öncesindeki düzeyinde kalsaydı ne olurdu? Türkiye aynı hızla büyüyebilir miydi? Ya da aynı hızla büyüse, cari işlemler açığı acaba şu andaki rekorunu ne ölçüde gölgede bırakırdı? Peki, buraya kadar anlattıklarımın ve bu soruların yazının başlığı ile ilgisi ne? Yanıt, 1980 öncesindeki dönemin temel özelliklerinden birinde gizli: Mevduat ve kredi faizini devlet belirliyor. Örnek: 1974-1977 döneminde bir yıllık mevduat faizi yüzde 9, altı aylık faiz ise yüzde 6 düzeyinde. Yıllık faiz 1978'de yüzde 12'ye, 1979'da ise yüzde 20'ye yükseltilmiş. Bu yılların enflasyon oranlarını veriyorum şimdi: 1974-1977: Yüzde 20.6, 1978: Yüzde 49.6, 1979: Yüzde 56.5. Kısacası, saptanan faizler enflasyon düzeyleri ile karşılaştırıldıklarında oldukça düşük düzeydedir. Yani, reel faizler sıfırın altında.

Soru şimdi şu: O dönemdeki çok düşük mevduat düzeyi ile reel faizlerin sıfırın altında olması ilişkili mi? Reel faizler sıfırın altında değil de sıfır düzeyinde olsa sonuç değişir miydi? İlk sorunun yanıtı, "Elbette, yakından ilişkiler" şeklinde. İkinci sorunun yanıtı ise "Sonuç değişmezdi" biçiminde. 'Sıfır düzeyinde reel faiz'e bir de bu açıdan bakmakta yarar var.

Kaynak: Sıfır reel faiz meselesi **FATİH ÖZATAY**
Ekonomi

”

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. a Ayrıntılı bilgi için “Reel Faiz ve Nominal Faiz Oranı Arasındaki Fark” konusuna bakınız.
2. e Ayrıntılı bilgi için “Getiri ve Faiz Oranı Farkı” konusuna bakınız.
3. d Ayrıntılı bilgi için “Bugünkü Değer” konusuna bakınız.
4. b Ayrıntılı bilgi için “Tahvil Piyasasında Denge” konusuna bakınız.
5. a Ayrıntılı bilgi için “Para Arzındaki Kaymalar” konusuna bakınız.
6. c Ayrıntılı bilgi için “Tahvil Arzındaki Değişim” konusuna bakınız.
7. d Ayrıntılı bilgi için “Para Talebindeki Kaymalar” konusuna bakınız.
8. b Ayrıntılı bilgi için “Kuponlu Tahvilin Vadeye Kadar Getirisi” konusuna bakınız.
9. d Ayrıntılı bilgi için “Diğer Etkiler” konusuna bakınız.
10. b Ayrıntılı bilgi için “Alternatif Varlıklara Göre Tahvilin Beklenen Getirisi” konusuna bakınız.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Bugünkü değeri bulmak için kullandığımız formül

$PV = \frac{FV}{(1+i)^n}$ idi. Faiz oranı %20 iken, paramızın birinci yılın sonundaki değeri ₺360 ise bugünkü değeri; $360/(1+0.20)^1 = ₺300$ 'dir. Paramızı iki yıl sonraki değeri aynı faiz oranından $432 / (1+0.20)^2 = ₺300$ 'dir. Buna göre faiz oranı %20 iken, paramızın ilk yıl 360 ve ikinci yıl ₺432'ye ulaşması için bugün bankaya yatırmamız gereken para $360 / (1 + 0.20)^1 + 432 / (1+0.20)^2 = ₺600$ olmalıdır.

Sıra Sizde 2

Fisher eşitliğine göre reel faiz oranı nominal faizden beklenen enflasyonun çıkartılmasıyla bulunmaktadır. Burada beklenen enflasyon değil gerçekleşen enflasyon verisi elimizde bulunduğu için $i_r = i - \pi$ formülü yardımıyla ex-post reel faiz oranını hesaplayabiliriz. Buna göre reel faizi, $i_r = \% 0.25 - \% 0.60 = -\%0.35$ olarak elde ederiz. Buna göre, reel faizin negatif olması konusunda yazarın söylediğine katılırız ancak, nominal faiz negatif değil pozitifdir. Nominal faiz oranı piyasada uygulanan cari faiz oranıdır ve nominal faiz % 0.25'tir.

Sıra Sizde 3

Cari faiz oranı %5 iken para arzında meydana gelen artış, 1 aylık kısa sürede faiz oranının %5'ten %3'e düşmesine yol açmıştır. Bu durumun ortaya çıkması likidite etkisinin fiyat, gelir ve beklenen enflasyon etkilerinden daha büyük olmasından kaynaklanmıştır. Para arzındaki artışın 14. ve 24. aydaki etkisine bakarsanız, para arzındaki artışın faizlerin yükselmesine neden olduğunu görürsünüz. Bu durum bize orta dönemde likidite etkisinin diğer etkilerden küçük olduğunu göstermektedir.

Yararlanılan Kaynaklar

- Aslan, M. Hanifi. (2009). **Para Teorisi ve Politikası**, Bursa: Alfa Akademi. 1. Baskı.
- Günel, M. (2006). **Para Banka ve Finansal Sistem**. Ankara: Yeni Dönem Yayınları.1.Baskı.
- Mishkin, Frederic S. (2006). **Para, Bankacılık, ve Finansal Piyasalar İktisadi**, 8. baskıdan Çeviri, Akademi Yayıncılık-2011, Çev. Şahin, Serçin ve diğerleri.
- Mishkin, Frederic S. (2000). **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, Bilim Teknik Yayınevi, Çev. Şıklar, İlyas ve diğerleri.
- Özatatay, Fatih. (2011). **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Ankara: Efil Yayınevi, 1. Baskı.
- Parasız, İlker. (2007). **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1. Baskı.
- Parkin, Michael. (2008). **İktisat**, 9. baskıdan Çeviri, Akademi Yayıncılık-2011, Çev. Uzun, Özcan ve diğerleri.
- Ünsal, Erdal M. (2010). **İktisada Giriş**, Ankara: İmaj Yayınevi, 2. Baskı.

4

Amaçlarımız

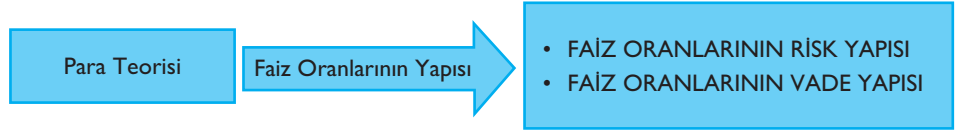
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Aynı vadeye sahip tahvillerin faiz oranlarındaki farklılaşmayı; tahvillerin sahip olduğu risk, likidite ve vergi ayrıcalıkları özelliklerine bağlı olarak açıklayabilecek
- Aynı risk yapısına sahip ve farklı vadelerdeki tahvillerin faiz oranları arasındaki ilişkiyi açıklayabilecek bilgi ve becerilere sahip olacaksınız.

Anahtar Kavramlar

- Faiz oranlarının yapısı
- Geri ödenmeme riski
- Risk primi
- Getiri eğrisi
- Faiz oranlarının risk yapısı
- Faiz oranlarının vade yapısı

İçindekiler



Faiz Oranlarının Yapısı

Bir önceki ünite de arz ve talep analizi aracılığıyla denge faiz oranının nasıl belirlendiğini ve bu dengenin hangi koşullarda değişebileceğinden bahsetmiştik. Analizimizi tek bir faiz oranı üzerinden yapmış ve bir ekonomide tek bir faiz oranının değil, çok sayıda ve farklı düzeylerde faiz oranlarının bulunabileceğinden bahsetmiştik. Bu ünite de faiz oranlarının yapısı kavramını ele alarak çeşitli faiz oranları arasındaki ilişkiyi inceleyip bir ekonomide neden farklı denge faiz oranları olduğunu açıklamaya çalışacağız.

Faiz oranlarının yapısı; menkul kıymetlerin sahip olduğu risk, likidite özelliği, vergilendirme durumu ve vade farklılıklarının faiz oranlarını nasıl etkilediği ile ilgilidir. Faiz oranlarının yapısını yani menkul kıymetlerin taşıdıkları risk, likidite, vergilendirilme ve vade özelliklerinin faiz oranlarını ne şekilde etkilediğini, faiz oranlarının risk ve vade yapısı başlıkları altında inceleyeceğiz.

Aşağıdaki bölümlerde ilk olarak faiz oranlarının risk yapısı başlığı altında, aynı vadeye sahip tahvillerin faiz oranlarının neden farklı olduğunu, ikinci olarak ise aynı düzeyde riske sahip ancak vadeleri farklı olan tahvillerin faiz oranları arasındaki ilişkiyi faiz oranlarının vade yapısı başlığı altında inceleyeceğiz.

FAİZ ORANLARININ RİSK YAPISI

Faiz oranlarının risk yapısı olgusu, aynı vadeye sahip tahvillerin faiz oranlarının neden farklı olduğunu açıklar. Aynı vadeye sahip tahviller arasında faiz oranlarının risk yapısını oluşturan üç temel faktör vardır: Geri ödenmeme riski, likidite ve vergilendirme durumu. Öncelikle risk yapısını oluşturan faktörlerdeki farklılıkların aynı vadeye sahip tahvillerin faiz oranlarını ne şekilde etkileyeceğini ele alacağız.

Geri Ödenmeme Riski

Bir tahvilin faiz oranı üzerinde etkili olan özelliklerden biri, tahvil ihraç eden tarafın vade tarihinde faiz ödemelerini veya anapara ödemelerini yerine getirememesi olasılığını gösteren **geri ödenmeme riskidir**.

Özel sektörde faaliyet gösteren bir işletme büyük zararlarla karşı karşıya kalabilir, iflas edebilir. Dolayısıyla bu işletme, ihraç ettiği tahvillerin anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getiremeyebilir ya da hiç bir ödemede bulunmayabilir. Dolayısıyla bazı şirketlerin tahvillerinin geri ödenmeme riski oldukça yüksek olabilmektedir. Oysa hazine tarafından ihraç edilen tahvillerinin böylesi bir risk taşımadığı düşünülür. Çünkü devlet yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla ver-

Faiz Oranlarının Yapısı: Menkul kıymetlerin sahip olduğu risk, likidite özelliği, vergilendirme durumu ve vade farklılıklarının faiz oranlarını nasıl etkilediğidir.

Faiz Oranlarının Risk Yapısı: Aynı vadedeki tahvillerin faiz oranlarının neden farklı olduğunun açıklanmasıdır.

Geri Ödenmeme Riski: Tahvil ihraç eden tarafın vade tarihinde faiz ödemelerini ve anapara ödemelerini yapamaması olasılığıdır.

gileri yükseltebilir, yeni vergiler koyabilir hatta para basma yoluna gidebileceğinden, devlet tahvilleri geri ödenmeme riskinden bağımsız menkul kıymetler olarak adlandırılır. Ancak burada şu soru aklınıza gelebilir. Devlet hiç bir zaman ödeme güçlüğü içine düşmez mi? Örneğin 1998 yılında Rusya, 1999 yılında Ekvador ve 2001 yılında Arjantin yaşadıkları borç krizi nedeniyle moratoryum (borç erteleme) ilan ederek borçlarını ödemeyi ertelediklerini açıklamışlardı.

Yukarıda verdiğimiz örnekte olduğu gibi devlet de kimi zaman borçlarını zamanında ödeyemez duruma gelebilmektedir. Bir devlet için, moratoryum ilan etmek son çare olarak akla getirilebilir. Moratoryuma başvuran bir ülkenin finans dünyasının tekrar güvenini kazanması yıllar alabilecektir. Bu nedenle bu tür istisnai durumları göz ardı edebiliriz.

Aynı vadeye sahip tahvillerden geri ödenmeme riski taşıyanla geri ödenmeme riski olmayan tahvillerin faiz oranları arasındaki fark **risk primi** olarak adlandırılmaktadır.

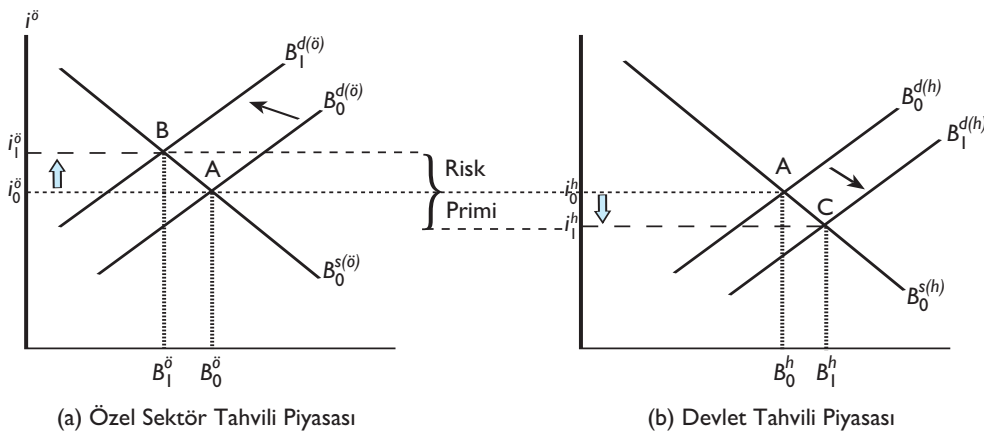
Risk primi, ekonomik birimlerin riskli bir tahvili satın alması için ne kadar ek bir faiz elde etmesi gerektiğini göstermektedir. Önceki bölümümüzde kullandığımız tahvil arz ve talebine ilişkin analizimizi burada kullanarak geri ödenmeme riski taşıyan bir tahvilin neden her zaman pozitif bir risk primine sahip olması gerektiğini ve bu risk ne kadar yüksekse risk priminin de o kadar büyük olacağını açıklayabiliriz.

Yukarıda yaptığımız açıklamalar çerçevesinde, geri ödenmeme riskinin faiz oranları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla Şekil 4.1'i kullanalım. Şekil 4.1.a'da geri ödenmeme riski taşıyan özel sektör tahvilleri ve Şekil 4.1.b'de geri ödenmeme riski olmayan devlet tahvilleri piyasası ele alınmıştır. Bu iki farklı risk düzeyindeki tahvillerin risk farklılıklarından doğan faiz hareketlerini arz ve talep eğrilerini kullanarak inceleyebilmek için, basitleştirici bir varsayım yapalım ve başlangıçta özel sektör tahvillerinin de geri ödenmeme riski taşımadığını kabul edelim. Bu durumda, her iki tahvil de risk taşımayacağı ve her iki tahvilin diğer tüm özellikleri de (vadeleri, vergilendirmeleri ve likidite dereceleri) aynı olacağı için bu tahvillere ilişkin denge faiz oranları başlangıçta eşit olacaktır. Aşağıdaki şekilde görüldüğü gibi, özel sektör ve devlet tahvilleri piyasası için başlangıç denge faiz oranları aynı; $i_0^o = i_0^b$ olacak ve özel sektör tahvillerinin risk primi ($i_0^o - i_0^b$) sıfır olacaktır.

Risk Primi: Aynı vadeye sahip tahvillerden geri ödenmeme riskine sahip olan tahvillerle geri ödenmeme riski olmayan tahvillerin faiz oranı arasındaki farktır.

Şekil 4.1

Özel sektör tahvilinin geri ödenmeme riskindeki artış sonucu faiz oranındaki değişim



Eğer ekonomik koşullar kötüleşirse ve özel sektör şirketleri önemli ekonomik sıkıntılar yaşamaya başlarsa bu şirketlerin çıkartmış olduğu tahvillerin geri ödenmeme riskleri artacak ve dolayısıyla bu tahvillerin beklenen getirileri azalacaktır. Önceki ünite de bir tahvilin geri ödenmeme riskinin artmasının, diğer koşullar sabitken tahvil talebinin azalmasına neden olacağını söylemiştik. Bu durum Şekil 4.1.a'da özel sektöre ait tahvil talep eğrisinin sola doğru kaymasıyla gösterilmiştir. Böylece özel sektöre ait tahvil talep eğrisi $B_0^{d(\bar{o})}$ konumundan $B_1^{d(\bar{o})}$ konumuna gelmiş ve yeni denge B noktasında oluşmuştur.

Buna karşılık Şekil 4.1.b'de yer alan devlet tahvillerinin, geri ödenmeme riski olmadığı için ve özel sektör tahvillerinin riski arttığı için devlet tahvillerinin nispi riski azalmış ve talebi artmıştır. Bu durum Şekil 4.1.b'de tahvil talep eğrisinin $B_0^{d(b)}$ konumundan sağa doğru kayarak $B_1^{d(b)}$ konumuna gelmesi ile gösterilmiş ve yeni denge C noktasında oluşmuştur. Bu değişimlerden sonra, özel sektör tahvillerinin yeni denge faiz oranı $i_1^{\bar{o}}$ 'e yükselirken devlet tahvillerinin yeni denge faiz oranı i_1^b düzeyine düşmüştür. İşte bu iki tür tahvil faiz oranı arasındaki fark risk primini ifade etmektedir. Yukarıdaki şeklimize göre, özel sektör tahvilleri ile geri ödenmeme riskinden bağımsız devlet tahvilleri faiz oranı arasındaki fark yani risk primi, sıfırdan $i_1^{\bar{o}} - i_1^b$ düzeyine çıkmıştır. Yukarıda yaptığımız açıklamalar doğrultusunda şunu söyleyebiliriz; geri ödenmeme riskine sahip bir tahvil her zaman pozitif bir risk primine sahiptir ve geri ödenmeme riski arttıkça risk primi de artacaktır.

Geri ödenmeme riski, risk priminin belirlenmesi açısından son derece önemlidir. Bu yüzden menkul kıymet satın almak isteyenler geri ödenmeme gibi bir durumla karşı karşıya kalıymayacaklarını bilmek isterler. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından en bilinenleri Standard and Poors, Moody's ve Fitch'tir.

Standard&Poor's	Moody's	Tanım	2011 itibariyle örnek ülkeler	Ülkelerin Borç Stoku/GSYH (%)
AAA	Aaa	En yüksek kalite, minimum kredi riski	Kanada	84,0
AA+, AA, AA-	Aa1, Aa2, Aa3	Yüksek kalite	Çin (AA-, Aa3)	17,5
A+, A, A-	A1, A2, A3	Üst orta kalite	Güney Kore (A, A1)	23,7
BBB+, BBB, BBB-	Baa1, Baa2, Baa3	Orta kalite	Rusya (BBB, Baa1)	9,5
BB+, BB, BB-	Ba1, Ba2, Ba3	Alt orta, spekülative özellik	Türkiye (BB, Ba2)	48,1
B+, B, B-	B1, B2, B3	Spekülative, yüksek kredi riski ihtimali bulunan	Arjantin (B, B3)	50,3
CCC+, CCC, CCC-	Caa1, Caa2, Caa3	Zayıf, kısa vadede dahi riski yüksek		
CC	Ca	Yüksek derecede spekülative, veya geri ödenmeme riski	Yunanistan	144
C	C	En düşük kalite, En spekülative		
D		Mali yükümlülüklerini yerine getiremez.		

Tablo 4.1

Standard&Poor's ve Moody's Kredi Derecelendirmeleri

Kaynak:

www.moody.com,
www.standardandpoors.com, BDDK,
Finansal Piyasalar Raporu, Haziran 2011, s. 8.

Bu kuruluşlar; şirketlerin ülkelerin, ihraç ettikleri tahvil bono gibi menkul kıymetlerin anapara ve faizini zamanında ve tam olarak geri ödeme yeterliliğine ne ölçüde sahip olduklarını göstermek amacıyla derecelendirme yapmaktadır. Bu kuruluşlar derecelendirme işlemi yaparken şirketlerin ve/veya ülkelerin ekonomik performanslarını incelemektedir. Biz burada örnek olarak S&P ve Moody's kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarını ve bunlara ilişkin açıklamaları Tablo 4.1'de veriyoruz. Bu tabloda verilen harflendirmelere göre; Moody's den Baa1 ve üzerinde, Standard&Poor's dan BBB ve üzerinde not alan uzun vadeli tahviller yatırım yapılabilir olarak kabul edilirken bu harf notlarının altında not alan tahviller spekülasyon olarak değerlendirilir.

SIRA SİZDE



Aşağıdaki köşe yazısında, S&P adlı kredi derecelendirme kuruluşunun Yunanistan'ın uzun vadeli kredi notunu üç kademe düşürerek BB+'ya, kısa vadeli kredi notunu A-2'den B'ye indirdiği belirtilmekte ve Yunan tahvillerinin bir anda 'junk bonds' (yüksek riskli tahvil) haline geldiği belirtilmiştir. Bu bilgi ışığında Yunanistan'ın uluslararası sermaye piyasalarından borçlanmak amacıyla ihraç ettiği tahvillerin faiz oranında nasıl bir değişim olacağını grafik aracılığıyla açıklayınız.

Yunanistan, Portekiz ve Türkiye

“Merkel'in seçim öncesinde Yunanistan'a destek konusunda soğuk davranması Yunanistan'ı batman eşliğine getirdi. Son günlerde AB ve IMF'nin ortak desteğini alma konusunda ilerleyen Yunanistan'da Almanya'dan gelen bu haberle birlikte krizden çıkış umutları bir anda yok oldu. Hemen ardından kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poor's (S&P) Yunanistan'ın uzun vadeli kredi notunu üç kademe düşürerek BB+'ya, kısa vadeli kredi notunu A-2'den B'ye indirdiğini açıkladı. Kuruluş ayrıca not görünümünü negatif olarak belirledi. Yunan tahvilleri bir anda 'junk bonds' haline geliverdi”.

Ekonomi / 29/04/2010 MAHFİ EĞİLMEZ

Likidite

Vadeleri aynı olan tahvillerin faiz oranlarındaki farklılaşmanın bir diğer nedeni, bu tahvillerin likidite derecelerinin farklı olmasıdır. Daha önceki ünitemizde likiditenin ekonomik birimler tarafından arzulan bir özellik olduğunu ve bir tahvil ne kadar likitse diğer koşullar sabitken talebinin de o kadar yüksek olacağından bahsetmiştik. Çünkü likit bir varlık düşük bir maliyetle ve kolayca nakde dönüştürülebilmektedir. Likiditesi yüksek bir menkul kıymetin bu tür avantajlarının olması nedeniyle ekonomik birimler likit varlıklar için daha düşük bir faize razı olabilmektedir. Bu yüzden likiditesi yüksek bir varlığın getirisi likiditesi düşük olanlara göre daha az olacaktır. Likiditesi yüksek olan tahvillerin faizi ile düşük olan tahvillerin faizi arasındaki farka **likidite primi** denir. Bu durumda likit olmayan tahvili almaya razı olan yatırımcılar likidite primini beklenen getirilerine ekleyecektir. Bu durumda bir tahvilin likiditesi ve likidite primi arasında negatif bir ilişki söz konusudur.

Bir tahvilin likidite derecesinin faiz oranları üzerindeki etkisini incelemek için, aynı geri ödenmeme riskinde olduğu gibi devlet tahvilleri ve özel sektör tahvilleri piyasasını karşılaştırabiliriz. Devlet tahvilleri özel sektör tahvillerine göre daha likittir. Çünkü devlet tahvillerinin piyasada daha çok alıcı ve satıcısı olduğu için geniş bir ikincil piyasası vardır. Bu özellik devlet tahvillerinin daha kolay nakde dönüştürülmesine imkân tanır. Öte yandan özel sektör tahvilleri daha az likittir, bu

sektördeki menkul kıymetler piyasası daha sığ olduğu için elinizdeki tahvili satmak için alıcı bulmanız güç olabilir. Bu yüzden ekonomik birimler, özel sektör tahvillerini satın almak için ilave bir likidite primi talep edecektir. Bu da daha az likit olan tahvilin faizinin likidite priminin eklenmesi nedeniyle daha yüksek olmasına yol açacaktır. Dolayısıyla devlet tahvilleri faizi ile özel sektör tahvilleri faizi arasındaki likidite derecelerinin farklı olması nedeniyle oluşan fark likidite primini verecektir. Likidite derecesinin likidite primine ve faiz oranlarına ne şekilde yansıdığını görebilmek için Şekil 4.1'den yararlanabiliriz. Burada sadece, tahvillerin geri ödenmeme riski yerine likidite derecelerinin farklı olması durumunu ele alarak aynı analizimizi yaptığımızda bu iki tür tahvilin faiz oranı arasındaki farklılaşmayı grafik yardımıyla görebiliriz. Burada benzer bir mantıkla elde edebileceğiniz grafiğin yorumunu sizlere bırakıyoruz.

Vergilendirme

Faiz oranlarının risk yapısını açıklayan üçüncü bir etken, tahvillerin vergilendirmesi ile ilgilidir.

Vergi, bir tahvilin kazancı üzerinden maktu ya da oransal olarak alınarak yatırımcının eline geçecek olan getiriye azaltıcı bir etkiye sahiptir. Bir tahvilden elde edilecek faiz gelirinin vergilendirilmesi risk priminin doğmasına neden olan bir başka faktördür. Bu durumda aynı vadede farklı vergi uygulamalarına tabi tahvillerin faiz oranları farklı olacaktır. Bir tahvili satın alan yatırımcı vergi kesintilerinden sonra elde edeceği getiri ile ilgilendiği için, aynı vadede diğerine göre vergi avantajı olan bir tahvili yüksek beklenen getirisinden dolayı daha düşük faiz oranına rağmen tercih edebilmektedir. Örneğin biri vergiden muaf, diğeri vergiye tabi iki menkul kıymeti ele alalım. Diyelim ki vergiye tabi olan menkul kıymetin faiz oranı %17 vergiden muaf tahvilin faiz oranı %14 olsun. Eğer elde ettiğiniz getiri üzerinden vergi alınmasaydı %17 getiri elde edeceğiniz menkul kıymeti tercih ederdim. Ancak vergiye tabi olan menkul kıymetten elde edeceğiniz vergi sonrası kazanç %13 olursa tercihiniz vergiden muaf menkul kıymetten yana olacaktır. Gördüğünüz gibi vergiye tabi bir menkul kıymetin faiz oranı, vergiden muaf bir menkul kıymetin faiz oranından daha yüksektir. Bu yüzden vergi risk primini arttıran bir başka faktördür.

Vergiye tabi bir tahvil ile vergiden muaf bir tahvilin faiz oranlarının neden farklı olduğunu anlamamızın bir diğer yolu, geri ödenmeme riskini incelerken ele aldığımız grafiği kullanarak arz ve talep analizi aracılığıyla incelemektir. Burada da analizimizi yaparken devlet tahvilleri ve özel sektör tahvillerini karşılaştırabiliriz. Devlet ihraç ettiği tahvilleri vergiden muaf tutarak daha düşük maliyetle fon sağlama olanağı elde edebilir. Bu yüzden devlet tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerden elde edilecek faiz geliri, vergiden muaf tutulurken özel sektör tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin vergiye tabi olması sık karşılaşılan bir durumdur.

Burada vadeleri aynı olan, aynı derecede likit ve geri ödenmeme riskine sahip fakat vergi ayrıcalıkları farklı olan bu iki tip tahvilin faiz oranlarının farklılaşmasını arz ve talep analizini kullanarak görmeyi yine size bırakıyoruz. Şekil 4.1 aracılığıyla yapacağınız analizde yine sadece, tahvillerin geri ödenmeme riski yerine, vergilendirilme koşullarının farklı olması durumunu ele alarak bu iki tür tahvilin faiz oranı arasındaki farklılaşmayı grafik yardımıyla göreceksiniz.

FAİZ ORANLARININ VADE YAPISI

Buraya kadar yaptığımız analizde, vadeleri aynı olan ancak geri ödenmeme riski, likiditesi ve vergilendirilme durumları farklı olan tahvillerin faizlerinin neden farklı olabileceğini anlattık. Şimdi ise tahvil faiz oranlarını etkileyen bir başka faktörü vadeye kalan süreyi ele alacağız.

Aynı risk, likidite ve vergi ayrıcalıklarına sahip tahvillerin vadelerinin farklı olması nedeniyle faiz oranlarının farklılaşması **faiz oranlarının vade yapısı** olarak adlandırılmaktadır.

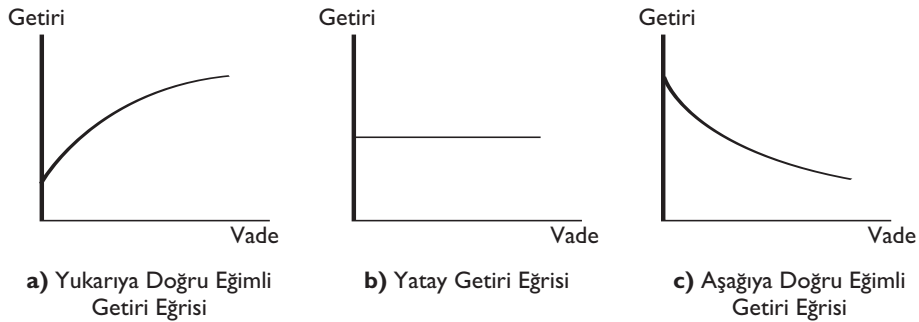
Farklı vadelerdeki ancak aynı düzeyde risk, likidite ve vergi ayrıcalıklarına sahip tahvillerin getirileri arasında zamanın belirli noktasındaki ilişkiyi gösteren eğri getiri eğrisi olarak adlandırılmaktadır. **Getiri eğrisi**, farklı vadelerdeki menkul kıymetlerin faiz oranlarının, genel yapısını gösterir ve faiz oranlarının genel seyrinin görülmesine yardımcı olur.

Vade farklılıklarının faiz oranlarına ne şekilde yansıdığını görebilmek için, tahvillerin benzer risk, likidite ve vergi özelliklerine sahip olmaları gerekmektedir. Vergiye tabii bir tahville, vergiden muaf bir tahvilin getirisinin karşılaştırması, geri ödenmeme riski olmayan bir devlet tahvili ile geri ödenmeme riski olan bir özel sektör tahvilinin getirilerinin karşılaştırılması anlamlı sonuçlar vermeyecektir. Bu yüzden getiri eğrileri genelde, geri ödenmeme riski olmayan hazinenin ihraç ettiği farklı vadelerdeki tahviller ve bonolar çerçevesinde incelenmektedir.

Menkul kıymetlerin vadeleri ile getirileri (faiz oranı da diyebiliriz) arasındaki ilişkiyi gördüğümüz getiri eğrisinin, dikey ekseninde getiri yatay ekseninde ise vade yer almaktadır. Getiri eğrilerinin eğimleri genelde 3 şekilde olmaktadır. Söz konusu getiri eğrileri Şekil 4.2'de gösterilmektedir. Yukarıya doğru eğimli getiri eğrisi (a), uzun vadeli tahvillerin faiz oranlarının kısa vadeli tahvillerin faiz oranlarından daha yüksek olduğunu, yatay getiri eğrisi (b), kısa ve uzun vadeli tahvillerin faiz oranlarının birbirine eşit olduğunu, aşağıya doğru eğimli getiri eğrisi (c) ise, kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizlerden daha yüksek olduğunu gösterir.

Şekil 4.2

Getiri Eğrisi Şekilleri



Getiri eğrileri daha farklı şekillerde de olabilir. Örneğin getiri eğrileri önce artan belirli bir vadeden sonra azalan bir eğim sergileyebilir ya da tam tersi bir şekil alarak daha karmaşık bir hâl alabilmektedir. Ancak gözlenen getiri eğrileri çoğu zaman yukarı doğru eğimlidir. Ekonomik birimler gelecekle ilgili duyulan kaygılar ve belirsizlikler nedeniyle yatırım yaparken vade uzadıkça menkul kıymetlerin ge-

tirisi üzerine ek olarak likidite primi (vade primi) talep ederler. Vade uzadıkça yatırımcıların karşı karşıya kalacakları risklerin olasılığı artacağından talep ettikleri likidite primi de artacaktır. Bu nedenle çoğu zaman uzun vadeli tahvillerin faiz oranı kısa vadeli tahvillerin faiz oranlarından daha yüksektir.

Peki getiri eğrileri neden farklı biçimlerde karşımıza çıkabilmektedir? Literatürde getiri eğrilerinin şeklini yani faiz oranlarının vade yapısını açıklamaya dönük çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Bu teoriler arasında en çok kabul görmüş dört teori; bekleyişler teorisi, bölünmüş piyasalar teorisi, tercih edilen ortam teorisi ve likidite primi teorisidir. Biz bundan sonra bu dört teorisinin faiz oranlarının vade yapısına ilişkin öne sürdükleri görüşleri ele alacağız.

Bekleyişler Teorisi

Bekleyişler teorisine göre; uzun vadeli tahvillerin faiz oranları, cari (bugünkü) ve gelecekte beklenen kısa vadeli tahvil faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasıdır.

Bu teoriye göre örneğin, bugünkü bir yıllık tahvil faiz oranı % 4, gelecek yılki bir yıllık tahvil faiz oranı % 6 ise bugünkü 2 yıl vadeli tahvil faizleri, bu iki faiz oranının ortalaması, $(0.04+0.06)/2=0.05$ olmalıdır. Bu açıdan, bekleyişler teorisine göre farklı vadelerdeki tahvillerin faiz oranlarının farklı olmasının sebebi, başka bir deyişle faiz oranlarının vade yapısı, sadece gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin bekleyişler tarafından belirlenir.

Bekleyişler teorisine göre, tahvil satın almak isteyenler için, vade tercihi söz konusu değildir yani yatırımcılar kısa ve uzun vade arasında herhangi bir tercihte bulunmamaktadır. Burada yatırımcıların amacı, elde etmeyi düşündükleri getiriyi maksimize etmektir. Yani ekonomik birimler vadesi ne olursa olsun, tahvillerin beklenen getirilerini karşılayacak ve beklenen getirisi yüksek olan tahvili elde tutacaktır. Bu açıklamalara göre farklı vadelerdeki tahviller arasında tam ikame ilişkisi mevcuttur. Farklı vadelerdeki tahviller arasında tam ikame ilişkisi söz konusu ise bu tahvillerin yıllık getirilerinin birbirine eşit olması gerekmektedir. Bu açıklamalara göre, farklı vadelerdeki tahvillerin tam ikame olduğu varsayımı altında yatırımcılar için, 2 yıl vadeli bir tahvil almakla art arda birer yıllık tahvil almak arasında bir fark yoktur. Buna göre tam ikame ilişkisi içinde olan farklı vadelerdeki tahvillerin likiditeleri ve getirileri aynı olacaktır.

Yatırımcıların bu iki strateji arasında fark gözetmemesi için her iki stratejinin de aynı beklenen getiriye sahip olması gerekmektedir. İki farklı vadedeki tahvillerin (bunlardan biri kısa vadeli, bir yıllık; diğeri uzun vadeli; iki yıllık) getirileri arasındaki ilişkiyi ele alarak yukarıdaki açıklamaların ne anlama geldiğini örnekleyelim. Bir yıl vadeli tahvilin cari faiz oranının %8 olduğunu ve bir yıl sonraki bir yıl vadeli tahvil faizine ilişkin beklentinizin %12 olduğunu düşünelim. Eğer yukarıda değindiğimiz gibi yatırımcı peş peşe bir yıl vadeli tahvil alırsa, söz konusu iki yılda beklenen getiri ortalama olarak yıllık %10 oranında $[(\%8+\%12)/2=10]$ olacaktır. Bunun yerine daha başlangıçta iki yıl vadeli bir tahvil almak istemeniz için yukarıda değindiğimiz gibi iki strateji arasında fark gözetmemeniz için iki yıl vadeli tahvilin yıllık beklenen getirisinin de %10'a eşit olması gerekmektedir. Eğer örneğin, farklı vadedeki bu tahvillerin beklenen getirileri eşit olmazsa, yatırımcılar hangi tahvilin beklenen getirisi daha yüksekse onu satın alacaktır. Bu durumda ise getirisi yüksek olan tahvilin talebi artacağından bu tahvilin fiyatı yükselecek ve faiz oranı düşecektir. Getirisi düşük olan tahvilin ise, talebi azalacağı için fiyatı düşecek ve faizi artacaktır. Bu fiyat değişimleri sonucunda, tahvil piyasası dengeye gelecek ve beklenen getiriler eşitlenecektir.

Yukarıda anlattıklarımızı, basit bir modelle genelleştirelim. Modelimizi oluştururken yatırımcımızın ufkunun iki yıl olduğunu ve elindeki bir lira ile başlangıçta iki yıl vadeli bir tahvil ve iki kere bir yıl vadeli tahvil satın almak stratejilerini göz önüne alalım.

- a. İlk stratejiye göre, bir liranızla iki yıl vadeli tahvili satın almak ve bu tahvili vadesi doluncaya kadar elde tutmak. Bu yatırıma ilişkin faiz oranı i_{2t} (iki yıl vadeli tahvilin t dönemindeki (bugünkü) faiz oranı) olsun, burada iki yıllık tahvilin faiz oranını bugünden biliyor olduğumuzu unutmayın. Bugün bu tahvilden bir liralık satın alırsak, iki yıl sonra elde edeceğimiz getiri: $(1+i_{2t})(1+i_{2t})$ olacaktır.
- b. İkinci stratejiye göre, iki kez bir yıl vadeli tahvile yatırım yapacaksınız birincisini bugün ve ikinci tahvili birinci tahvilin vadesi dolunca yani önümüzdeki yıl alacaksınız. Bu ikinci stratejide şu noktaya dikkat etmeniz gerekli; öncelikle bugünkü faizi biliyorsunuz ve bugün geçerli olan i_t (bir yıl vadeli tahvilin t dönemindeki faiz oranı) faizinden bir yıl vadeli bir liralık tahvil satın alıyorsunuz. Tasarrufunuzu iki yıl süresince tahvilde değerlendirmek istediğiniz için, birinci yılın sonunda size yapılacak olan $(1+i_t)$ lira ile yeniden tahvil satın almak durumunda olacaksınız. Bu durumda, bir yıl sonraki tahvil faizini bilmediğiniz için, $t+1$ dönemindeki faize ilişkin bir tahminde bulunmanız gerekecektir. Bu yaptığımız tahmin sizin önümüzdeki yılın başındaki bir yıl vadeli tahvil faizine ilişkin beklentinizi oluşturmaktadır. Buna göre önümüzdeki yıl bir yıl vadeli tahvil faizine ilişkin beklentiniz, i_{t+1}^e (gelecek dönemde ($t+1$ döneminde) gerçekleşmesi beklenen bir yıl vadeli tahvil faiz oranı) olacaktır. Buna göre, bir liranızla bir yıl vadeli tahvili iki yıl boyunca elinizde tutmanın beklenen getirisi; $(1+i_t)(1+i_{t+1}^e)$ olacaktır.

Bekleyişler teorisine göre yatırımcılar bu iki strateji arasında kayıtsız olduğu için (çünkü hatırlayınız dengede her iki stratejiden elde edilecek getiri eşit olacaktır) a ve b stratejisinden elde edilecek getirinin eşit olması gerekecektir yani

$$(1+i_{2t})(1+i_{2t}) = (1+i_t)(1+i_{t+1}^e)$$

olmalıdır. t dönemindeki iki yıl vadeli faiz ve t dönemindeki bir yıl vadeli faiz ile $t+1$ döneminde gerçekleşmesi beklenen bir yıl vadeli faiz arasındaki ilişkiyi veren bu denklemi, i_{2t} için çözersek yaklaşık olarak aşağıdaki sonuca ulaşırız:

$$i_{2t} = \frac{i_t + i_{t+1}^e}{2}$$

Bu eşitliğe göre iki yıl vadeli tahvillerin faiz oranı, bir yıl vadeli tahvilin bugünkü faizi ile yine bir yıl vadeli tahvilin önümüzdeki yıl gerçekleşmesi beklenen faizinin basit ortalamasına eşittir. Yukarıda elde ettiğimiz eşitlikte uzun vadeli tahvilimiz iki yıllıktı, daha uzun vadeli tahviller için de aynı çözümlenmeleri yaparak faiz oranlarının vade yapısına ilişkin bekleyişler hipotezini genel olarak inceleyebiliriz. Eşitliği n yıl vadeli tahvillerin faiz oranı için aşağıdaki şekilde yazabiliriz:

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + i_{t+3}^e + i_{t+4}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n}$$

Son olarak elde ettiğimiz eşitliğe göre “n” yıl vadeli tahvilin faiz oranı, “n” yıllık süre içerisinde gerçekleşmesi beklenen bir yıl vadeli tahvil faiz oranlarının basit ortalamasına eşit olacaktır. Şimdi getiri eğrilerinin eğiminin bir başka deyişle faiz oranlarının vade yapısının nasıl açıkladığını sayısal bir örnek vererek açıklığa kavuşturalım. Örneğimizde, bugünkü bir yıl vadeli faiz oranını %15, bir yıl sonrası için beklenen bir yıl vadeli faiz beklentisi %13, iki yıl sonraki bir yıl vadeli faiz beklentisi %11, üç yıl sonraki kısa vadeli faiz beklentisi %9 ve dört yıl sonraki kısa vadeli faiz beklentisi %7 ise bekleyişler hipotezine göre uzun vadeli faiz oranlarını hesaplayalım ve ilgili getiri eğrisinin alacağı şekli belirleyelim.

Elde ettiğimiz son eşitliğe göre 2 yıl vadeli tahvilin yıllık faiz oranı:

$$(\%15+\%13)/2=\%14$$

Üç yıl vadeli tahvilin yıllık faiz oranı:

$$(\%15+\%13+\%11)/3=\%13$$

Dört yıl vadeli tahvilin yıllık faiz oranı:

$$(\%15+\%13+\%11+\%9)/4=\%12$$

Ve son olarak beş yıl vadeli tahvilin yıllık faiz oranı:

$$(\%15+\%13+\%11+\%9+\%7)/5=\%11$$

Yaptığımız hesaplamalardan da göreceğiniz gibi vade uzadıkça faiz oranları düşmektedir. Bu elde ettiğimiz faiz oranlarına göre bugün için geçerli olan getiri eğrisi, kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizlerden daha yüksek olduğunu gösteren aşağıya doğru eğimli getiri eğrisi olacaktır.

Görüldüğü gibi, ekonomik birimler gelecekte kısa vadeli faizlerin düşmesini bekledikleri zaman ve vade uzadıkça faiz oranlarının azaldığını ifade eden aşağıya doğru eğimli getiri eğrisi ortaya çıkmaktadır. Bugünkü uzun vadeli faiz oranının bugünkü kısa vadeli faiz oranından düşük olduğu böyle bir durumda, gelecekteki kısa vadeli faiz ortalamasının bugünkü kısa vadeli faiz oranından daha düşük gerçekleşmesi bekleniyor demektir. Sayısal örneğimizde bu durumu gösterdik.

Bekleyişler teorisine göre getiri eğrileri yukarıya doğru eğimli olduğu zaman, gelecekte kısa vadeli faizlerin artması bekleniyor demektir. Bu durumda ise bugünkü uzun vadeli faizler bugünkü kısa vadeli faizlerden yüksek olacaktır.

Getiri eğrisi yatay olduğunda ise gelecekte kısa vadeli faizlerde bir değişiklik beklenmiyor yani ileriki dönemlerdeki kısa vadeli faizlerin bugünkü kısa vadeli faizlerden farklı olmayacağı düşünülüyor demektir.

Gördüğümüz gibi kısa ve uzun vadeli tahviller arasındaki ilişkiyi yukarıda açıkladığımız gibi ele alan bekleyişler teorisi, farklı vadeye sahip tahvillerin tam ikame olduklarını ve ekonomik birimlerin bu tahvilleri talep etme nedenlerinin elde etmeyi bekledikleri getiriler olduğunu vurgulamaktadır. Buna göre faiz oranları yalnızca piyasada oluşan beklentilere göre hareket etmektedir. Bu açıklamalar altında bekleyişler teorisi bazı yönlerden eleştirilmiştir. Öncelikle ekonomik birimlerin uzun ve kısa vadeli menkul kıymetler arasında kayıtsız olmalarının yani farklı vadedeki tahvillerin tam ikame olması varsayımı ve uzun vadelerde faiz oranları için piyasa katılımcılarının kesin beklentilerinin olması eleştirilmektedir.

Bekleyişler teorisi belirsizliğin olmadığı istikrarlı bir ekonomide faiz hareketini açıklayabilse de günümüz piyasasında, piyasadaki katılımcılar belirsizlikten dolayı gelecekteki faiz oranlarını kesin olarak kestiremeyebilirler ve uzun vadeli menkul kıymetleri satın alırken likidite primi talep edebilirler.

Bölünmüş Piyasalar Teorisi

Bölünmüş piyasalar teorisine göre farklı vadelerdeki tahvillere ilişkin piyasalar birbirinden tamamen kopuktur yani farklı vadelerdeki tahviller arasında ikame ilişkisi söz konusu değildir. Bu nedenle her bir vadedeki tahvil için ayrı bir piyasa oluşmaktadır. Kısa ve uzun vadeli tahvillerin faiz oranları, bunlara yönelik her bir piyasa bölümünde kendi arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir.

Bu teoriye göre, farklı vadelerdeki tahviller birbirinin ikamesi olmadığından belirli bir vadedeki tahvili elde tutmanın beklenen getirisi diğer bir vadedeki tahvilin beklenen getirisini dolayısıyla da talebini etkilememektedir. Bu teori, farklı vadelerdeki tahvillerin tam ikame olduğunun varsayıldığı bekleyişler teorisinin tam tersidir. Çünkü bölünmüş piyasalar teorisine göre yatırımcıların kendi vade tercihleri vardır ve o vadedeki beklenen getiri ile ilgilenirler.

Farklı vadedeki tahvillerin birbirlerini neden ikame edemeyecekleri konusu yatırımcıların tercihleri ile ilgilidir. Finansal piyasalarda çok fazla sayıda ve çok farklı tercihlere sahip yatırımcılar vardır. Bazı yatırımcılar kısa dönemli yatırım yapma konusunda bazıları da uzun dönemli yatırım yapma konusunda güçlü tercihlere sahiptirler. Bu nedenle yatırımcılar sadece kendi tercih ettikleri vadedeki tahvillerin getirisi ile ilgilenirler. Bu durumun ortaya çıkma nedeni, yatırımcıların hafızasında sadece ilgilendikleri dönemin olması ve belirli bir getiriye risksiz olarak elde edebileceklerine olan inançlarıdır (Üçüncü bölümde tahvilinizi vadesi doluncaya kadar elinizde tuttuğunuzda, getirisini tam olarak bilebileceğinizi ve dolayısıyla faiz oranı riskine maruz kalmayacağınızı görmüştük). Örneğin emekli olduğunda daha rahat yaşayabilmek ve uzun dönemde düzenli nakit akışına sahip olabilmek için bugünden tasarruf yapmayı düşünen bir kişi, uzun dönemli yatırımlar yapar ve kısa vadeli piyasa ile ilgilenmez. Aynı şekilde kısa dönemli yatırım yapmak isteyen ekonomik birimlerde kısa vadeli tahvilleri tercih edecek ve uzun vadeli tahvillerin getirileri ile ilgilenmeyecektir.

Bölünmüş piyasalar teorisine göre, kısa ve uzun vadeli tahvillerin faiz oranlarının her bir vadeye ilişkin piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirleniyor olduğundan bahsetmiştik. Buna göre örneğin herhangi bir nedenle ekonomik birimler kısa vadeli tahvilleri uzun vadeli tahvillere göre daha fazla tercih ediyorsa getiri eğrisi tipik olarak yukarı doğru eğimli olacaktır. Bu örnekte, kısa vadeli tahvillere yönelik talep uzun vadeli tahvillere olan talepten daha fazla olduğu için, kısa vadeli tahvillerin fiyatı uzun vadeli tahvillerin fiyatına göre daha yüksek, faiz oranları ise daha düşük olacaktır. Benzer bir mantıkla yatay ve aşağıya doğru eğimli getiri eğrilerinin nasıl ortaya çıkabileceğini size bırakıyoruz.

Bölünmüş piyasalar teorisi bazı noktalarda eleştirilmektedir. Farklı vadelerdeki tahvillere ait piyasalar birbirinden tamamen ayrılmış olarak kabul edildiği için farklı vadedeki bir tahvilin faizindeki bir değişim diğer vadedeki tahvillerin faizi üzerinde etkili olmayacaktır. Bu açıdan bakıldığında bu teori, farklı vadelerdeki faizlerin neden birlikte hareket etme eğilimi içinde olduklarını açıklamakta yetersiz kalmaktadır.

Yine bazı yatırımcıların, vade tercihinde biraz esnek davranabilecek olmaları nedeniyle farklı vadeler arasında ikame ilişkisinin olmaması varsayımı eleştirilmiştir. Buna göre uzun ve kısa vadeli piyasalardan birinde yatırım yapmayı tercih eden bir ekonomik birim, yeteri kadar çekicilik kazandığında tercih ettiği piyasadan daha az işlem yaptığı piyasaya geçebilir. Örneğin uzun vadeli tahvillere yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar gelecekte faiz oranlarının yükselmesini bekliyorlarsa kısa vadeli tahvillere yatırım yapmayı düşünebilirler. Aynı şekilde bu duru-

mun tersini de düşünebilirsiniz. Bunun yanında kısa vadeli tahvillere yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar, eğer uzun vadeli tahvillerin aktif bir ikincil piyasası varsa uzun vadeli tahvilleri de tercih edebilirler. Çünkü bir menkul kıymetin ikincil piyasası ne kadar aktifse o menkul kıymeti kolaylıkla nakde dönüştürmeniz mümkün olacaktır. Hele günümüzün hızlı gelişen elektronik teknolojisinde piyasalar arasındaki geçişin oldukça hızlı olabileceği düşünülürse.

Bu tip nedenlerle teorisin getiri eğrisinin eğimini açıklamakta yetersiz kaldığı düşünülmektedir.

Teorisin daha esnek bir yorumu, **tercih edilen ortam** teorisi olarak adlandırılmaktadır. Tercih edilen ortam hipotezine göre, bölünmüş piyasalar teorisinden farklı olarak, yatırımcılar normalde belirli bir vadedeki piyasaya yoğunlaşmış olsa da, bazı olaylar nedeniyle yoğunlaştıkları piyasaların dışında yatırım yapabilirler. Yani uzun ve kısa vadeli tahviller arasında kısmen de olsa ikame söz konusudur. Bekleyişler teorisinden farklı olarak da bireylerin faiz beklentileri dışında farklı vade tercihleri de bulunmaktadır.

Likidite Primi Teorisi

Likidite primi teorisine göre uzun vadeli bir tahvilin faiz oranı, bu tahvilin vade süresi içinde gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli tahvil faiz oranlarının ortalaması artı likidite primine eşittir. Likidite primi teorisi, bölünmüş piyasalar teorisinin aksine farklı vadelerdeki tahviller arasındaki ikame ilişkisinin varlığını kabul etmekte fakat bu ikame ilişkisini bekleyişler teorisinde olduğu gibi tam ikame ilişkisi olarak ele almamaktadır.

Yatırımcılar daha fazla likidite için, kısa vadeli tahvilleri uzun vadeli olanlara tercih etmektedirler. Likidite, yatırımcılara finansal esneklik sağlar. Örneğin elinde likit bir menkul kıymet bulduran yatırımcı, nakde ihtiyacı olduğunda ya da kârlı bir yatırım fırsatı yakaladığında elindeki likit varlığı vadesinden önce likit olmayan varlıklara göre zarara katlanmadan nakde dönüştürme şansına sahiptir. Çünkü vade uzadıkça beklenmedik olaylara maruz kalma riskiniz artar. Örneğin tasarrufunuzu 10 yıl vadeli bir tahvil satın alarak değerlendirdiğinizi ve bu süre içinde faiz oranlarının düşmesiyle sermaye kazancı elde edeceğinizi düşündüğünüzü varsayalım. Ancak siz bu tahvili aldıktan iki yıl sonra ekonomide işler kötüye gider ve faiz oranlarında bir yükselme olursa sermaye kaybına uğrayabilirsiniz. Çünkü uzun vadeli menkul kıymetler vadelerinden önce nakde dönüştürülebilirler de uzun vadeli menkul kıymetlerin fiyatları faiz oranlarındaki değişimlere son derece duyarlıdır. Eğer böylesi bir senaryoyu yaşayacağınızı bilseydiniz tercihiniz kısa vadeli tahvillerden yana olurdu ya da uzun vadeli tahvili satın almak için daha yüksek bir faiz talep ederiniz.

Uzun vadeli tahvillerin faiz oranlarındaki değişime daha fazla duyarlı olması, uzun vadeli tahvilleri satın alan yatırımcıları daha fazla risk ile karşı karşıya bırakacaktır. Bu yüzden özellikle vadesi oldukça uzun olan tahviller ile kısa vadeli tahviller arasındaki ikame ilişkisinin varlığını kabul ederken bu ikame ilişkisinin tam olmadığını düşünmek anlamlı olacaktır. Farklı vadelerdeki tahvillerin beklenen getirileri aynı olsa bile öngöremediğiniz olaylarla karşılaşma riski dolayısıyla daha kısa vadeli olan tahviller tercih edilecektir.

Bu yüzden yatırımcılar daha uzun vadedeki bir tahvili satın almak için ek bir getiri isteyeceklerdir. Yatırımcılara ödenecek olan bu ek getiri **likidite primidir**. Likidite primi, uzun vadeli tahvillere yatırım yapanları, geri ödenmeme riski ve faiz riskine karşı koruyan bir ek getiri olarak düşünülebilir.

Görüldüğü gibi likidite primi teorisine göre uzun vadeli faiz oranları yalnızca yatırımcıların uzun döneme ilişkin faiz beklentilerini yansıtmaz aynı zamanda, yatırımcıların uzun vadeli tahvil almaları için getiriye dâhil edilmesi gereken likidite primini de yansıtır. Buna göre bekleyişler teorisi için elde ettiğimiz uzun ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi gösteren eşitliğimizi likidite primini ekleyerek yeniden yazdığımızda likidite primi teorisini aşağıda yer alan eşitlikle özetleyebiliriz:

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + i_{t+3}^e + i_{t+4}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n} + l_{nt}$$

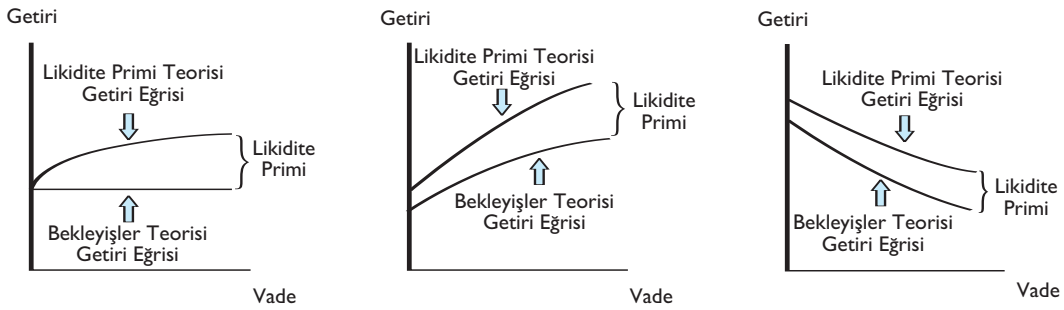
Burada bekleyişler teorisinden farklı olarak eşitlikte, n dönemlik tahvil için t döneminde geçerli olan likidite primi (l_{nt}) yer almaktadır. Likidite primi, her zaman pozitif olan ve vade arttıkça (n arttıkça) artan bir değerdir.

Likidite primi teorisine göre, yatırımcıların likit kısa vadeli tahvilleri tercih etmesi ve uzun vadeli tahvilleri satın almak için vade arttıkça artan bir likidite primi talep etmeleri getiri eğrisinin eğimi üzerinde yukarıya doğru bir baskı yaratacaktır. Likidite priminden dolayı, kısa vadeli faizlerin gelecekte sabit kalacağı beklentisi hâkim olsa bile, uzun vadeli faizler yine de kısa vadeli faizlere göre daha yüksek olacaktır. Bu da getiri eğrisinin genellikle yukarı doğru eğimli olmasına yol açar.

Bekleyişler teorisi ve likidite primi teorisindeki ilişkiyi her iki teoriye göre çizilen getiri eğrilerinin eş anlamlı olarak gösterildiği aşağıda yer alan Şekil 4.3 yardımıyla ele alalım. Şekil 4.3'te görüldüğü gibi, bekleyişler teorisine göre çizilen getiri eğrisi ve likidite primi teorisine göre çizilen getiri eğrisi arasındaki fark likidite primini vermektedir. Aşağıdaki şekle dikkatlice bakarsanız likidite primi pozitif bir değer olduğu ve vade uzadıkça da arttığı için likidite primi teorisinin öne sürdüğü getiri eğrisinin, bekleyişler teorisinin öne sürdüğü getiri eğrisinin üzerinde yer aldığını ve daha dik bir eğime sahip olduğunu fark edeceksiniz.

Şekil 4.3

Likidite Primi ve Bekleyişler Teorilerine Göre Getiri Eğrileri



Likidite primi teorisinde vade uzadıkça artan likidite priminin varlığı getiri eğrisinin yorumunu bir miktar değiştirmektedir. Bunu en açık şekilde getiri eğrisinin yatay olduğu durumu ele alarak görebiliriz. Yatay bir getiri eğrisi, bugünkü kısa vadeli faizler ile bugünkü uzun vadeli faizlerin birbirine eşit olduğunu yani gelecekteki kısa vadeli faizlerin değişmeyeceğinin beklendiğini göstermektedir. Ancak

likidite primi teorisi bize ekonomik birimlerin uzun vadeli tahvil satın almaları için bir likidite primi talep edeceklerini söylemektedir. Böyle bir durumda likidite primi teorisine göre, yatay bir getiri eğrisinin ortaya çıkabilmesi için gelecekte kısa vadeli faiz oranlarının düşmesinin beklenmesi gerekir. Ancak kısa vadeli faizlerdeki bu düşüşün yavaş olması gerekmektedir.

Yine likidite primi pozitif bir değer alıyorsa likidite primi teorisine göre aşağıya doğru eğimli getiri eğrisi nasıl yorumlanabilir? Kısa vadeli faiz oranlarında eğer sert bir düşüş bekleniyorsa aşağıya doğru eğimli getiri eğrisi ortaya çıkacaktır.

Eğer gözlenen getiri eğrisi ılımlı bir şekilde yukarıya doğru eğimli ise yani yavaşça dikleşiyorsa gelecekte kısa vadeli faiz oranlarında artma ya da azalma yönünde bir değişim beklenmiyor demektir.

Son olarak gözlenen getiri eğrisi, dik bir biçimde yukarıya doğru eğimli ise gelecekte kısa vadeli faiz oranlarının yükseleceğinin beklendiği anlaşılmaktadır.

Bugünkü bir yıl vadeli faiz oranı %9, bir yıl sonra beklenen faiz oranı %8 ve iki yıl sonra beklenen faiz oranı %7 iken likidite priminin sırasıyla %0, %0.5, %1 olduğunu kabul edelim. Bekleyişler ve likidite primi teorisine göre bugün piyasada geçerli olacak uzun vadeli faiz oranlarını hesaplayınız ve ortaya çıkacak getiri eğrilerinin eğiminin ne olacağını belirtiniz.



Özet



Aynı vadeye sahip tahvillerin faiz oranlarındaki farklılaşmayı; tahvillerin sahip olduğu risk, likidite ve vergi ayrıcalıkları özelliklerine bağlı olarak açıklamak

Faiz oranlarının risk yapısı olgusu, aynı vadeye sahip tahvillerin faiz oranlarının neden farklı olduğunu açıklar. Aynı vadeye sahip tahviller arasında faiz oranlarının risk yapısını oluşturan üç temel faktör vardır: geri ödenmeme riski, likidite ve vergilendirme durumu.

Bir tahvilin faiz oranı üzerinde etkili olan özelliklerden biri, tahvil ihraç eden tarafın vade tarihinde faiz ödemelerini veya anapara ödemelerini yerine getirememesi olasılığını gösteren geri ödenmeme riskidir. Bir tahvilin geri ödenmeme riski ne kadar yüksek olursa geri ödenmeme riski olmayan diğer bir tahvile göre faiz oranı o kadar yüksek olur. Geri ödenmeme riski ne kadar yüksek olursa geri ödenmeme riskine sahip olan tahvillerle geri ödenmeme riski olmayan tahvillerin faiz oranı arasındaki farkı yansıtan risk primi de o kadar yüksek olacaktır.

Vadeleri aynı olan tahvillerin faiz oranlarındaki farklılaşmanın bir diğer nedeni, bu tahvillerin likidite derecelerinin farklı olmasıdır. Likidite ekonomik birimler tarafından arzulan bir özelliktir ve ekonomik birimler likit varlıklar için daha düşük bir faize razı olabilmektedir. Bu yüzden likiditesi yüksek bir varlığın faiz oranı likiditesi düşük olanlara göre daha az olacaktır. Likiditesi yüksek olan tahvillerin faizi ile düşük olan tahvillerin faizi arasındaki farka likidite primi denilmektedir. Vergi bir menkul kıymetten elde edilecek getiriyi etkiler. Bir tahvilden elde edilecek faiz geliri vergilendirilmesi, risk priminin doğmasına neden olan bir başka faktördür. Bu durumda aynı vadede farklı vergi uygulamalarına tabi tahvillerin faiz oranları farklı olacaktır. Vergiye tabi bir menkul kıymetin faiz oranı, vergiden muaf bir menkul kıymetin faiz oranından daha yüksektir.



Aynı risk yapısına sahip ve farklı vadelerdeki tahvillerin faiz oranları arasındaki ilişkiyi açıklamak

Aynı risk, likidite ve vergi ayrıcalıklarına sahip tahvillerin vadelerinin farklı olması nedeniyle faiz oranlarının farklılaşması faiz oranlarının vade yapısı olarak adlandırılmaktadır.

Getiri eğrisi, menkul kıymetlerin vadeleri ile getirileri (faiz oranı) arasındaki ilişkiyi gösterir.

Getiri eğrilerinin eğimleri genelde yukarı doğru eğimli, aşağıya doğru eğimli ve yatay olmak üzere 3 şekilde olmaktadır.

Literatürde getiri eğrilerinin şeklini yani faiz oranlarının vade yapısını açıklamaya dönük çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Bu teoriler arasında en çok kabul görmüş dört teori; bekleyişler teorisi, bölünmüş piyasalar teorisi, tercih edilen ortam teorisi ve likidite primi teorisidir.

Bekleyişler kuramına göre; uzun vadeli tahvillerin faiz oranları, cari (bugünkü) ve gelecekte beklenen kısa vadeli tahvil faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasıdır. Bekleyişler teorisine göre, yatırımcılar kısa ve uzun vade arasında herhangi bir tercihte bulunmamaktadırlar. Burada yatırımcıların amacı, elde etmeyi düşündükleri getiriyi maksimize etmektir.

Bölünmüş piyasalar teorisine göre farklı vadelerdeki tahviller arasında ikame ilişkisi söz konusu değildir. Kısa ve uzun vadeli tahvillerin faiz oranları, bunlara yönelik her bir piyasa bölümünde kendi arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir.

Tercih edilen ortam hipotezine göre, bölünmüş piyasalar teorisinden farklı olarak, uzun ve kısa vadeli tahviller arasında kısmen de olsa ikame ilişkisinin olduğu kabul edilir. Bekleyişler teorisinden farklı olarak da bireylerin faiz beklentileri dışında farklı vade tercihlerinin de olduğu kabul edilir.

Likidite primi teorisine göre uzun vadeli bir tahvilin faiz oranı, bu tahvilin vade süresi içinde gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli tahvil faiz oranlarının ortalaması artı likidite primine eşittir. Likidite primi teorisi, bölünmüş piyasalar teorisinin aksine farklı vadelerdeki tahviller arasındaki ikame ilişkisinin varlığını kabul etmekte fakat bu ikame ilişkisini bekleyişler teorisinde olduğu gibi tam ikame ilişkisi olarak ele almamaktadır. Bu teoriye göre, yatırımcılar daha uzun vadedeki bir tahvili satın almak için ek bir getiri isteyeceklerdir. Yatırımcılara ödenecek olan bu ek getiri likidite primidir.

Kendimizi Sıyalım

1. Önümüzdeki 5 yıl içerisinde bir yıl vadeli tahvil faiz oranlarının beklenen düzeyinin sırasıyla %4, %5, %7, %8 ve %6 olacağı bekleniyorsa bekleyişler teorisine göre, bugün piyasada geçerli olacak 5 yıl vadeli tahvilin yıllık faiz oranı yüzde kaç olur?
 - a. 5
 - b. 4
 - c. 6
 - d. 8
 - e. 7
2. Özel sektör tahvillerinin nispi riski, geri ödenmeme riskinden bağımsız devlet tahvillerine göre artarsa özel sektör tahvillerinin beklenen getirisi, devlet tahvillerinin beklenen getirisi
 - a. artar, artar
 - b. artar, azalır
 - c. azalır, azalır
 - d. azalır, artar
 - e. azalır, değişmez
3. Özel sektör tahvillerinin geri ödenmeme riski artarsa diğer şartlar sabitken, özel sektör tahvillerinin talep eğrisi kayar, devlet tahvillerinin talep eğrisi kayar.
 - a. sola, sola
 - b. sola, sağa
 - c. sağa, sağa
 - d. sağa, sola
 - e. sağa, yukarı
4. Bugünkü kısa vadeli faiz oranı %2 iken önümüzdeki 4 yıl içerisinde bir yıl vadeli faiz oranlarının beklenen düzeyinin sırasıyla %4, %1, %4 ve %3 olacağı bekleniyorsa bekleyişler hipotezine göre bugün piyasada geçerli olacak en yüksek faiz oranı kaç yıl vadeli olandır?
 - a. 5
 - b. 4
 - c. 3
 - d. 2
 - e. 1
5. Getiri eğrisi hafif bir şekilde yukarı doğru eğimli ise likidite primi teorisine göre ekonomik birimlerin gelecek dönemlerdeki bir yıllık faizlerin ne şekilde hareket edeceğini beklediklerini gösterir?
 - a. Yakın gelecekte kısa vadeli faiz oranlarında bir yükselme ve gelecekte daha fazla bir düşüş.
 - b. Gelecekte, kısa vadeli faiz oranlarında hızlı bir yükselme bekleniyor.
 - c. Gelecekte kısa vadeli faiz oranlarında bir düşüş bekleniyor.
 - d. Gelecekte kısa vadeli faiz oranlarında çok hızlı bir düşüş bekleniyor.
 - e. Gelecekte kısa vadeli faiz oranlarının değişmesi bekleniyor.
6. Aynı risk yapısına sahip menkul kıymetlerin faiz oranları arasındaki farklılığın nedeni aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. Faiz risklerinin farklı olması
 - b. Getirilerinin farklı olması
 - c. Vadelerinin farklı olması
 - d. Risk primlerinin farklı olması
 - e. Beklenen getirilerinin farklı olması
7. Getiri eğrileri yukarıya doğru eğimli olduğunda bekleyişler hipotezine göre, uzun ve kısa vadeli faizler arasındaki ilişki aşağıdakilerden hangisinde doğru olarak verilmiştir?
 - a. Kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli faiz oranlarına göre daha yüksektir.
 - b. Gelecekte kısa ve uzun vadeli faizlerin düşmesi beklenmektedir.
 - c. Kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli faiz oranları ile yaklaşık aynı düzeydedir.
 - d. Orta vadeli faiz oranları hem kısa vadeli hem de uzun vadeli faiz oranlarının üzerindedir.
 - e. Gelecekte kısa vadeli faizlerin yükselmesi beklenmektedir.

8. Bölünmüş piyasalar teorisine göre getiri eğrisinin yukarıya doğru eğimli olmasının nedeni aşağıdakilerden hangisidir?

- Kısa vadeli tahvil talebi > uzun vadeli tahvil talebi
- Kısa vadeli tahvil talebi < uzun vadeli tahvil talebi
- Uzun vadeli tahvil talebi > kısa vadeli tahvil talebi
- Uzun vadeli tahvil talebi = kısa vadeli tahvil talebi
- Uzun vadeli tahvil fiyatı > kısa vadeli tahvil fiyatı

9. Tahvil ihraç eden tarafın vade tarihinde faiz ödemelerini ve anapara ödemesini yapamaması olasılığına ne ad verilir?

- Risk primi
- Geri ödenmeme riski
- Moratoryum
- Konsolidasyon
- Faiz riski

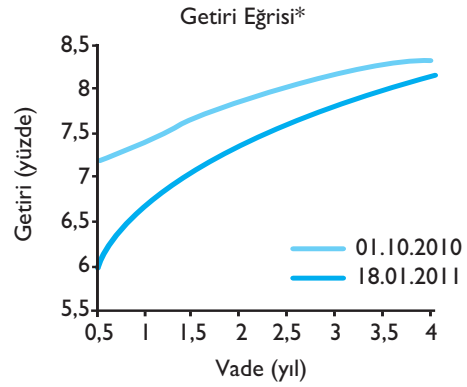
10. Özel sektör tahvillerinin likiditesi devlet tahvillerine göre azalır ise diğer şartlar sabitken özel sektör tahvillerinin talep eğrisi kayar, devlet tahvillerinin talep eğrisi kayar.

- sola, sola
- sola, sağa
- sağa, sağa
- sağa, sola
- sağa, yukarı

Yaşamın İçinden



Merkez bankaları kısa vadeli (gecelik) faiz oranlarını doğrudan etkileme gücüne sahiptirler. Daha uzun vadedeki faizler ise, piyasa katılımcılarının faizlerin ileride izleyeceği seyre ilişkin beklentileri ve risk algılamaları tarafından belirlenmektedir. Bu bağlamda, getiri eğrileri merkez bankaları tarafından politika oluşturma sürecinde önemle takip edilen göstergeler haline gelmektedir. Aşağıda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2011 yılının ilk çeyreğinde yayınladığı enflasyon raporundan alınan ve 1 Ekim 2010'daki getiri eğrisi ve 18 Ocak 2011'deki getiri eğrisi yer alıyor. Bu dönem için gözlemlenen getiri eğrisi yukarıya doğru eğimli. Bu bölümde öğrendiklerimiz çerçevesinde getiri eğrisini yorumlarsak, bugünkü uzun vadeli faizlerin bugünkü kısa vadeli faizlerden yüksek olduğu yorumunu yapabiliriz. Aşağıda yer alan getiri eğrilerinde en uzun vadenin dört yıl olduğunu görmekteyiz. Gelişmiş ve ekonomik istikrara kavuşmuş ülkelerde bu tür getiri eğrilerinde vade 20-30 yıla kadar çıkıyor. Aslında Türkiye'de enflasyon hedeflemesiyle birlikte yaşanan olumlu gelişmelerden birisi borçlanma vadesinin uzaması olmasına rağmen yine de ekonomik istikrar yaşayan ülkelerin gerisinde olduğumuzu görmekteyiz.



Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu 2011-1, s.7.

Şimdi bu rapordan getiri eğrisinin yorumuna ilişkin kısa bir alıntı verelim:

Yılın son çeyreğinde piyasa faizlerindeki düşüşün kısa vadelerde daha belirgin olmasıyla, getiri eğrisi önceki çeyreğe kıyasla dikleşmiştir. TCMB'nin faiz indirimi kısa vadeli piyasa faizlerinin bızlı bir biçimde düşmesine yol açarken, politika faizinin gelecekte alacağı seyre dair net bir sinyal verilmemesi uzun vadeli faizlerdeki

düşüşün daba sınırlı olmasına neden olmuştur. Öte yandan, bu dönemde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelerinde ve görelî olarak istikrarlı biçimde seyretmeye devam etmesi Türkiye’de düşük faiz ortamının kalıcı olacağı beklentisini yansıtmaktadır.

Okuma Parçası

Radikal

Getiri eğrisi neyi gösterir?



UĞUR GÜRSES, Ekonomi / 19/11/2007

Kısa vadeli faizi indirmek, uzun vadeliyi de aşağı çekiyor, ama doğru zamanlama ve duruşla.

Merkez Bankası’nın son üç ayda yaptığı faiz indirimlerinin toplamı yüzde 1.25’e ulaştı. Bankanın her toplantısı öncesinde, mali piyasalardaki faiz indirim beklentilerinin farklı olduğunu yazmıştık. Bu farklılığın da, bankanın iletişim politikasındaki yanlışlığa bağlı olduğunu not etmiştik.

Kimine ne dediği bir tarafa, merkez bankalarının söyledikleri ile aldığı kararların sonucu, mali piyasalardaki bir ‘tabloda’ yansımaları bulur. Bu, mali piyasaların ‘satın aldığı’ gerçekliktir. Örneğin, piyasalar, enflasyon konusunda merkez bankalarının söylediklerine inanıyor, aldığı politika kararlarının doğru olduğunu ve işe yarayacağını düşünüyorsa, bu düşünce piyasanın belli parametrelerine ‘izdüşüm’ olarak yansır. Bu izdüşüm, tahvil piyasasındaki getiri eğrisinde izlenir.

Örneğin, enflasyonun düşeceğine ilişkin beklentiler güçleniyor, merkez bankasının aldığı politika kararlarının doğru ve işe yaracağı düşüncesi güçleniyor ise getiri eğrisi negatif eğime doğru hareketleniyor. Yani, kısa vadeli faizler görece yukarıda iken, orta ve uzun vadeli faizler aşağıda kalır. Bunun tersi durum da olanaklıdır. Enflasyonun yükseleceği beklentisi egemen olmaya başlıyor ise getiri eğrisi önce düz eğim ya da pozitif eğime doğru hareketleniyor.

Ülkemize dönelim. Eylül ayındaki faiz indiriminden başlayalım. Mali piyasalardaki beklenti; faiz indiriminin Para Politikası Kurulu’nun ekim ayındaki toplantısında başlayacağı idi. Ancak, sürpriz biçimde Merkez Bankası eylül ayında kısa vadeli faizleri 25 baz puan indirdi. Bu sürpriz indirim, orta ve uzun vadeli faizleri hızla aşağı çekti. Uzun vadeli faizlerdeki düşüş daha fazla oldu. Getiri eğrisi negatife döndü. Ekim ayındaki faiz indirimi ise ağırlıklı 25 baz puan beklenirken, 50 baz puan geldi. Ancak bu indirim, tahvil getirilerinde her vadede aynı oranda faiz düşüşü sağladı.

Sonuncusu, yani kasım ayı PPK toplantısı öncesindeki beklenti yarı yarıya idi; 25 baz puan bekleyenlerle, 50 baz puan bekleyenler dengeli idi. Faiz indirimi 50 baz puan geldi. Tahvil piyasasındaki getiri eğrisi ise faiz indiriminden önce, negatif eğimden düz eğime doğru çoktan hareketlenmişti. Kısa vadeli faizler 25, uzun vadeli faizler ise 75 baz puan yukarı çıkmıştı. Faiz indiriminden sonra da durum değişmedi. Bu gelişme tabii ki olumsuz bir gelişme. Buna karşı argüman olarak, kimse ‘dış gelişmeler’ unsurunu ortaya koymasın, zira ağustos ayından bu yana ‘dış gelişme’ koşulları geçerli idi.

Merkez Bankası’nın her üç PPK toplantısı öncesindeki mali piyasa beklentisi ile alınan kararlar arasında farklılık vardır. Her üç

karar da, mali piyasalarca doğru olarak kestirilememiştir. Hedeflenen enflasyon ile mali piyasalardaki enflasyon beklentisini gösteren ‘kredibilite açığı’ sürerken, piyasalardaki faiz kararını ‘kestirme’ konusundaki boşluk, kendini besleyen bir sürece dönüşmektedir.

Alınan kararlar ve iletişim politikası bir bütün olarak, bizatihi Merkez Bankası’na ilişkin algılamayı ve bakışı farklılaştırıyor. Bu farklılaşma, alınacak kararlara ilişkin tahminlerde yanlış getiri getiriyor. Yanılma ise güveni sarsan bir olgu olarak, sözünü ettiğimiz süreci etkileyen bir unsur halini alıyor.

Son durumun özeti şöyle; kısa vadeli faizleri düşürmek uzun vadeli faizleri de aşağı çekiyor. Ancak, doğru zamanlama ve duruştan uzaklaşma söz konusu olursa, beklenen etkinin tersi, yani uzun vadeli faizlerin yukarı çıktığı bir durumla karşılaşılabilir. Bunun en iyi göstergesi de getiri eğrisindeki değişim.

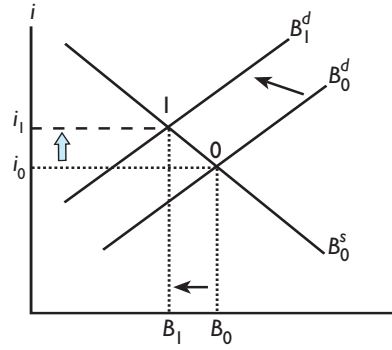
Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. c Ayrıntılı bilgi için "Bekleyişler Teorisi" konusuna bakınız.
2. d Ayrıntılı bilgi için "Geri Ödenmeme Riski" konusuna bakınız.
3. b Ayrıntılı bilgi için "Geri Ödenmeme Riski" konusuna bakınız.
4. d Ayrıntılı bilgi için "Bekleyişler Teorisi" konusuna bakınız.
5. e Ayrıntılı bilgi için "Likidite Primi Teorisi" konusuna bakınız.
6. c Ayrıntılı bilgi için "Faiz Oranlarının Risk Yapısı" konusuna bakınız.
7. e Ayrıntılı bilgi için "Bekleyişler Teorisi" konusuna bakınız.
8. a Ayrıntılı bilgi için "Bölünmüş Piyasalar Teorisi" konusuna bakınız.
9. b Ayrıntılı bilgi için "Geri Ödenmeme Riski" konusuna bakınız.
10. b Ayrıntılı bilgi için "Likidite" konusuna bakınız.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Bir ülkenin kredi notu ne kadar yüksek olursa o ülkenin uluslararası piyasalardan borçlanması o kadar uygun koşullarda gerçekleşebilecektir. S&P'nin Yunanistan'ın kredi notunu düşürmesi, uluslararası sermaye piyasalarında ülkenin riskinin yüksek olması şeklinde yorumlanacaktır. Yunanistan'ın ihraç ettiği tahvillerin risk düzeyindeki artış, diğer şartlar sabitken bu tahvillere olan talebin düşmesine ve tahvil talep eğrisinin sola doğru kaymasına yol açacaktır. Bu durumda denge faiz oranı i_0 konumundan i_1 konumuna gelecek yani Yunanistan'ın ihraç ettiği tahvillerin faiz oranı yükselecektir.



Sıra Sizde 2

Bekleyişler teorisine göre;

İki yıl vadeli tahvilin faiz oranı:

$$i_{2t} = (\%9 + \%8) / 2 = \%8.5$$

Üç yıl vadeli tahvilin faiz oranı:

$$i_{3t} = (\%9 + \%8 + \%7) / 3 = \%8$$

Yaptığımız bu hesaplamalara göre, bugün piyasada geçerli olan faiz oranları şu şekilde bulunmuştur: 1 yıl vadeli %9, 2 yıl vadeli %8.5 ve 3 yıl vadeli %8. Gördüğünüz gibi vade uzadıkça faiz oranı azalmakta ve aşağı doğru eğimli bir getiri eğrisi ortaya çıkmaktadır.

Likidite primi teorisine göre;

İki yıl vadeli tahvilin faiz oranı:

$$i_{2t} = \{(\%9 + \%8) / 2\} + \%0.5 = \%9$$

Üç yıl vadeli tahvilin faiz oranı:

$$i_{3t} = \{(\%9 + \%8 + \%7) / 3\} + \%1 = \%9$$

Yaptığımız bu hesaplamalara göre, bugün piyasada geçerli olan faiz oranları şu şekilde bulunmuştur: 1 yıl vadeli %9, 2 yıl vadeli %9 ve 3 yıl vadeli %9. Gördüğünüz gibi kısa ve uzun vadeli faiz oranı birbirine eşittir. Gelecekte kısa vadeli faizlerin düşmesinin beklendiği bu durumda, yatay bir getiri eğrisi ortaya çıkmıştır. Bunun sebebi pozitif ve vade uzadıkça artan likidite primidir.

Yararlanılan Kaynaklar

- Akıncı, Ö., Gürcihan, B., Gürkaynak, R. ve Özel Ö. (2006). “**Devlet İç Borçlanma Senetleri için Getiri Eğrisi Tahmini**” TCMB; Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No: 06/08.
- Aslan, M. Hanifi (2009). **Para Teorisi ve Politikası**, Bursa: Alfa Akademi. 1. Baskı.
- Mishkin, Frederic S. (2006). **Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı**, 8. baskıdan Çeviri, Akademi Yayıncılık-2011, Çev. Şahin, Serçin ve diğerleri.
- Mishkin, Frederic S. (2000). **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, Bilim Teknik Yayınevi, Çev. Şıklar, İlyas ve diğerleri.
- Özatat, Fatih (2011). **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Ankara: Efil Yayınevi, 1. Baskı.
- Özcan, Hande (2011). **Getiri Eğrisi ve Reel Aktivite**, Ankara: Yüksek Lisans Tezi.
- Parasız, İlker (2007). **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1. Baskı.
- Şıklar, İlyas (2007). **Finansal Ekonomi**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi Yayını No: 841.
- BDDK (2011). **Finansal Piyasalar Raporu**, Haziran 2011, sayı: 22.
- TCMB (2011). **Enflasyon Raporu** 2011-1, web: <http://www.tcmb.gov.tr> (erişim tarihi, 01.10.2012)
- Tuna, Kadir (2010). “**Roubini'nin Kehaneti 10 Yıl geciktirebilir**”, Takvim Gazetesi, 1 Mayıs 2010. <http://www.moodys.com>, <http://www.standardandpoors.com>

5

Amaçlarımız

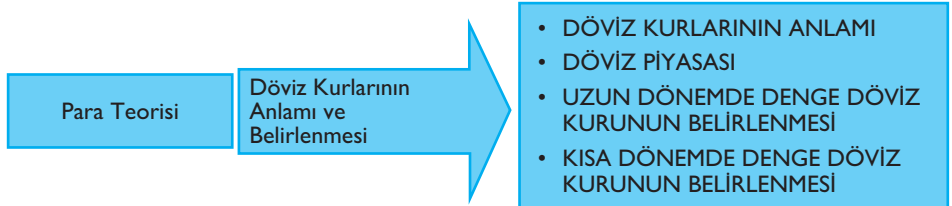
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Nominal ve reel döviz kurları arasındaki farkı açıklayabilecek,
- Döviz piyasasının işleyişini analiz edebilecek,
- Döviz kurlarının uzun dönemde ve kısa dönemde sergiledikleri değişimlerin nedenlerini tartışabilecek,
- Arz ve talep analizini döviz kurları piyasasına uyarlayabilecek bilgi ve becerileri kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Nominal Döviz Kuru
- Reel Döviz Kuru
- Değer Kaybı
- Değer Kazanımı
- Spot Döviz Kuru
- Forward Döviz Kuru
- Döviz Kuru Piyasası
- Tek Fiyat Kanunu
- Satın Alma Gücü Paritesi
- Faiz Paritesi

İçindekiler



Döviz Kurlarının Anlamı ve Belirlenmesi

DÖVİZ KURLARININ ANLAMı

Farklı ülkelerde üretilen mal ve hizmetlerin fiyatları arasında karşılaştırma yapabilmemizi olanaklı hâle getiren döviz kurları başta dış ticaret olmak üzere ekonominin pek çok farklı alanında kritik bir öneme sahiptir. Ekonomik birimler veya firmalar ithalat veya ihracat yaptıklarında veya yurt dışındaki finansal piyasalara yatırım yaptıklarında, sahip oldukları ulusal paraları yabancı paralar ile değiştirmeleri gerekmektedir. Günümüzde birçok mal ve hizmet piyasaları ile finansal piyasalar küresel düzeyde işlem görmektedir. Uluslararası ticaretin ulaştığı önemi görmek için ülkemizdeki dış ticaret rakamlarına bakmak yeterli olacaktır. 1990 yılında 13 milyar dolar civarında olan ülkemizin yıllık toplam ihracat miktarı, 2007 yılında 100 milyar dolar eşliğini aşmış ve 2011 yılında ise 134,6 milyar dolara ulaşmıştır. Yani 1990 yılının ardından geçen 20 yıllık süre içerisinde ülkemizin ihracat rakamı neredeyse 10 kattan fazla artmıştır. Bu artış aynı zamanda döviz piyasalarının öneminin artışı olarak da değerlendirilebilir.

Döviz Kuru, bir ülkenin para biriminin, başka bir ülkenin para birimi cinsinden fiyatıdır. Döviz kuru iki farklı biçimde ifade edilebilir. Bir birim yabancı para ile satın alabileceğimiz yerli para miktarını ifade etmek için **direkt döviz kuru** gösterimini kullanırız. Örneğin 2012 yılı Ocak ayı itibarıyla 1 doların değeri 1,90 liraya eşittir dediğimizde direkt döviz kurunu kullanıyoruz. Buna karşılık, bir birim yabancı para değerinin yerli para cinsinden ifade edilmesi ise **dolaylı döviz kuru** olarak bilinir. 2012 yılı Ocak ayı itibarıyla 1 lira ile 0,5263 dolara eşittir şeklinde bir açıklama bizim dolaylı döviz kurunu tercih ettiğimizi göstermektedir. Ülkemizde döviz kurlarının ifade edilmesinde genel olarak direkt döviz kuru yani bir birim yabancı para biriminin yerli para cinsinde ifade edilmesi kullanılır.

Döviz kurlarının bu iki biçimde açıklanmalarına ek olarak bir ülkenin parası esas alınarak yabancı iki para biriminin birbirleri cinsinden değerini ifade etmek için çapraz kur olarak bilinen gösterim biçimini kullanırız. Örneğin $1 \$ = 0,78 €$ veya $1 € = 1,26 \$$ gibi. İki yabancı para birimi arasındaki bu gösterim aynı zamanda **parite** olarak adlandırılmaktadır.

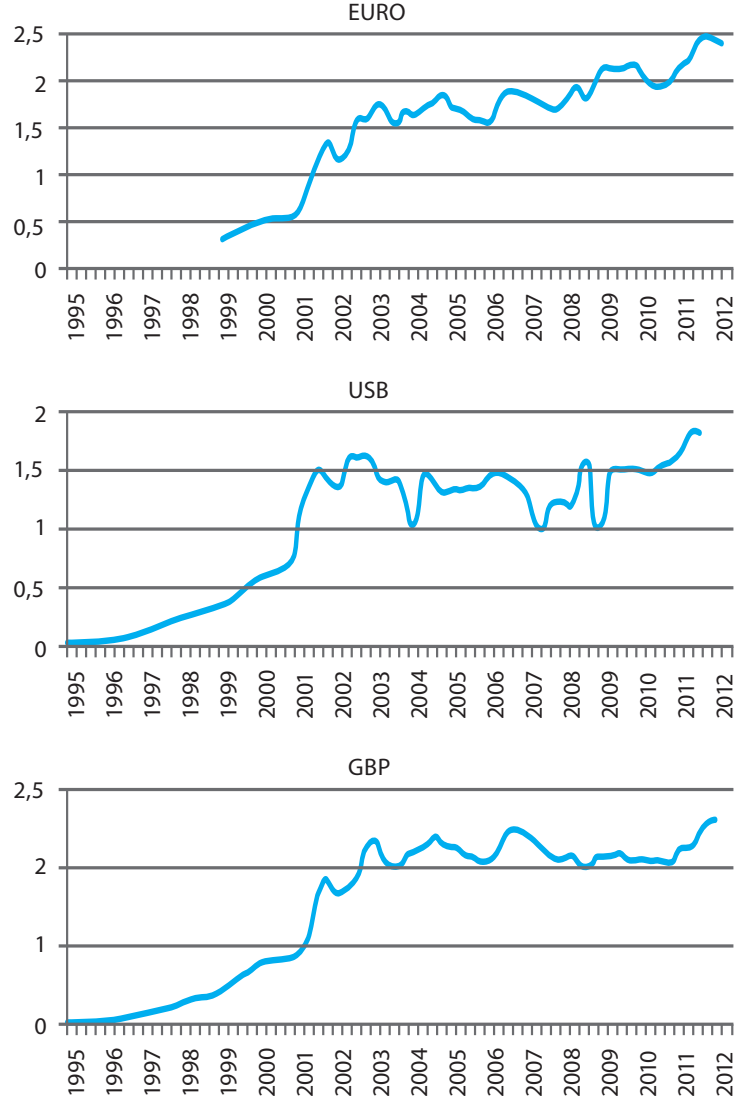
Döviz Kuru: Bir para birimini satın alabilmek için diğer para biriminden vazgeçilmesi gereken miktar döviz kuru olarak adlandırılır.

Direkt Döviz Kuru: Bir birim yabancı paranın değerinin yerli para cinsinden açıklanmasıdır ($1 \$ = 1,9 ₺$).

Dolaylı Döviz Kuru: Bir birim yerli paranın değerinin yabancı para cinsinden açıklanmasıdır ($1 ₺ = 0,52 \$$).

Şekil 5.1

1995-2012 Dönemi
Nominal Döviz
Kuru Değerleri



Değer Kazanımı: Bir birim yerli para ile daha fazla yabancı para alınabilmesidir.

Değer Kaybı: Bir birim yabancı para almak için ihtiyaç duyduğumuz yerli para miktarının artmasıdır.

Şekil 5.1, 1995 sonrası dönemde üç aylık verilerle Türk lirasıyla sırasıyla euro, dolar ve pound arasındaki döviz kuru değerleri gösterilmektedir. Döviz kurunun gösterildiği dikey eksenine yukarıya doğru hareket edildikçe Türk lirası değer kaybetmektedir. Şekilde açıklıkla gözüktüğü gibi 1995 ile 2002 arasındaki dönemde Türk lirası diğer para birimleri karşısında sürekli olarak değer kaybetmiştir ve 2002 sonrası dönemde de dalgalanmanın yüksek olduğu bir seyir izlemiştir. 1995 ile 2002 dönemi ile 2002 sonrası dönem arasındaki en belirgin farklılığın enflasyon oranlarındaki değişim olduğunu söyleyebiliriz. Türkiye ekonomisi 1970'li yıllardan itibaren 2002 yılına kadar 30 yıl kadar süren bir enflasyonist dönem yaşamıştır. Ardından 2002 yılı ile birlikte enflasyon düşme eğilimine girmiştir. Döviz kurundaki değer değişmelerini ifade etmek için **değer kazanımı** ve **değer kaybı** ifadelerini kullanırız. Yerli paranın **değer kazanması** fiyatının artmasıdır. Bir birim yerli para ile daha fazla miktarda yabancı para satın alınmasıdır. Aynı anlama gelmek üzere bir yerli para alabilmek için daha fazla miktarda yabancı para birimi kullanmamız gerekmektedir.

Yerli paranın değer kaybetmesi ise yerli paranın fiyatının düşmesidir ve bir birim yabancı para almak için ihtiyaç duyduğumuz yerli para miktarının artmasıdır. Ellerinde yabancı para bulunduranlar ise bir birim yerli para almak için daha az yabancı para harcayacaklardır. Değer artışı anlamına gelmek üzere **yerli paranın güçlenmesi** ve değer kaybı anlamına gelmek üzere **yerli paranın güçsüzleşmesi** ifadelerini de kullanırız.

Döviz Kurundaki Değer Değişimleri Neden Önemlidir?

Günlük hayatımızda döviz kurları çok fazla ilgi görmektedir. Her gün televizyonların haber bültenlerinde, gazetelerin ön sayfalarında döviz kuru ve özellikle döviz kurunun değerindeki değişimlerle ilgili bilgilerle ve haberlerle karşılaşırız. *Döviz kurları bizim için neden önemlidir? Ya da şöyle soralım: Döviz kurunun değerindeki değişimler hayatımızı nasıl etkilemektedir?*

Yerli Paranın Değer Kazanmasının Etkileri

Türk lirasının euro karşısında değer kazandığını ve önceden 1 euro ile ₺2.50 alabiliyorken, yeni kurla birlikte 1 euro ile ₺2 alabildiğimizi düşünelim. Döviz kurunda yaşanan bu değişikliğin ülke ekonomisi üzerindeki etkisini ne tamamıyla iyi, ne de tamamıyla kötü olarak belirtebiliriz. Türk lirasının değer kazanmasına bağlı olarak ekonomide kimi sektörler kazanç sağlayacak, diğerleri ise kayıplar yaşayacaklardır. Yerli paranın güçlenmesinin ekonomi üzerinde yaratacağı etkiler aşağıda 3 başlık altında gösterilmektedir.

İthalatın Ucuzlaması: Yerli paranın değer kazanmasıyla birlikte, ithal edilen yabancı mal ve hizmetlerin fiyatları Türk tüketicileri için ucuzlayacaktır. Örneğin Almanya'dan beyaz eşya ithal eden bir firmanın, Alman firmasına yaptığı ödemenin Türk lirası karşılığı azalacaktır. Bir buzdolabını ülkemize geliş maliyet 500€ ise önceki döviz kurunda ithalatı yapan firma bu buzdolabı için ₺1250 ($500€ \times 2.50 = ₺1250$) öderken yerli paranın değerlendiği yeni kurda ₺1000 ($500€ \times 2 = ₺1000$) ödeyecektir.

Yerli Firmaların Daha Az Satış Yapması: Yerli paranın değer kazanması tüketiciler için olumlu ancak bazı firmalar açısından olumsuz sonuçlar yaratmaktadır. Yerli para biriminin güçlenmesi, yerli firmaların rekabet edebilirliğini azaltmaktadır. Yerli paranın değer kazanması sonucunda iki tip firma olumsuz etkileenecektir.

Birinci tip firmaların ürünleri ulusal piyasada ithal ürünlerle rekabet içerisinde dir. Yerli paranın değer kazanması ile ulusal piyasalardaki ithal mallarının fiyatları ucuzlayacaktır. Yukarıda yer alan buzdolabı örneğimizde gördüğümüz gibi yerli paranın değer kazanması ile ithal edilen buzdolabının ₺ cinsinden fiyatı ucuzlayacak ve yerli üretim buzdolapları karşısında rekabet üstünlüğü sağlayacaktır.

İkinci tip ise yurtdışına ihracat yapan firmalardır. Yerli paranın değer kazanması ile birlikte bu firmaların ihraç ettiği ürünlerin yurtdışındaki satış fiyatları artacaktır. Örneğin, yurt dışına ihraç ettiğimiz bornoz takımının ülkemizdeki fiyatının ₺125 olduğunu düşünelim, Türk lirasının değer kazanımından önce ihracatçı firma, yurt dışına gönderdiği her bir bornoz takımı için 50 Euro talep edecektir ($50€ \times 2.50 = ₺125$). Ancak yerli paranın değer kazanması ile birlikte her bir bornoz takımı için 62,5 Euro ($62.5€ \times 2 = ₺125$) talep etmesi gerekecektir. Gördüğünüz gibi, yerli paranın değer kazanması ile birlikte yerli malın yurtdışındaki fiyatı artmış ve yabancı piyasalardaki rekabet gücü azalmıştır.

Yabancı Finansal Varlıkları Elleri Tutanların Kayıpları: Yerli paranın değer kazanmasından etkilenen bir başka grup ise portföy yatırımı olarak yabancı varlıkları tercih eden Türk vatandaşlarıdır. Yerli paranın değer kazanması bu varlıkların Türk lirası cinsinden değerini düşürecek için yabancı para cinsinden bu varlıklara yapılan yatırımlar zarar edecektir.

Birikimlerinizi Euro mevduat hesabınıza yatırdığınızı ve çok kısa bir süre içerisinde mevduat hesabının vadesinin dolacağını ve faiz getirisi ile birlikte bankanızdan 1000 € çekmeyi planladığınızı düşünelim. Vade sonunda bir önceki döviz kuruyla 1000 € karşılığı ₺2500 ($1000 \text{ €} \times 2.50 = \text{₺}2500$) elde edecekken, yeni kur ile birlikte elimize sadece ₺2000 ($1000 \text{ €} \times 2 = \text{₺}2000$) geçecektir.

SIRA SİZDE



Türk lirası dolar döviz kuru 1 \$ = 1.80 ₺ düzeyinden, 1 \$ = 2 ₺ düzeyine yükselmişse bu gelişmeyi Türkiye'deki (i) tüketiciler ve (ii) ihracat yapan firmalar açısından değerlendiriniz.

Reel Döviz Kurları

Döviz kurlarındaki değişimlerin hane halkı ve firmalar üzerindeki temel etkilerini ortaya koyduktan sonra döviz kurlarının değerlerinin nasıl belirlendiğini açıklamadan önceki son adımımız, nominal ve reel döviz kuru arasındaki önemli ayrımı açıklamaktır.

Bölümün başında nominal döviz kurunu; bir para birimini satın alabilmek için diğer para biriminden vazgeçilmesi gereken miktar olarak tanımlamış ve günlük hayatımızda, yani döviz büfelerinde, ana haber bültenlerinde karşımıza çıkan döviz kurlarının nominal kur olduğunu söylemiştik.

Döviz kurları farklı ülkelerdeki mal ve hizmetlerin maliyetlerini karşılaştırabilmemiz açısından oldukça önemlidir. Örneğimizi hatırlarsak ₺'nin Euro karşısında değer kazanması durumunda Türk borozlarının, Almanya'da satış fiyatı yükselmekteydi.

Mal ve hizmetlerinin maliyetlerini, aynı zamanda üretimi yapan firmaların kendi yerli para cinsinden uyguladıkları fiyatlandırma ile de ilgilidir. Almanya'ya ihraç edilen boroz takımının fiyatı ₺125'den ₺150'ye yükselirse boroz takımının maliyeti, döviz kurlarında bir değişiklik olmasa bile, Almanya'da da yükselip 60 €'ya ($60 \text{ €} \times 2,5 = \text{₺}150$) çıkacaktır.

Reel döviz kuru, farklı ülkelerdeki malların nispi fiyatlarını nominal döviz kurunu ve yerli fiyatların ikisini birden hesaba katarak değerlendirir. Reel döviz kuru ile elde etmek istediğimiz bilgi, bir ülkedeki mal sepetinin maliyeti ile aynı mallardan oluşan sepetin başka bir ülkedeki maliyetinin karşılaştırılmasıdır.

Bir ülkedeki fiyatlar genel düzeyini P ile, yabancı ülkedeki fiyatlar genel düzeyini P^* ile gösterelim. Her iki ülkedeki fiyatlar genel düzeyi o ülkelerin kendi para birimleri ile ölçülmektedir. Ancak reel döviz kurunu elde etmek için iki ülkedeki mal sepetinin fiyatlarını karşılaştırmamız gerekiyor. Örneğin, Almanya'daki fiyatlar ile Türkiye'deki fiyatları karşılaştırmak istiyoruz. Karşılaştırma yapabilmek için ortak bir para birimi kullanmamız gerekir. Nominal döviz kuru değerimize bağlı olarak her bir ₺ ile E_t kadar Euro alabiliyoruz. Türkiye'deki fiyat düzeyimiz P ve yabancı ülkelerdeki fiyat düzeyi P^* ise Almanya'da malların Euro cinsinden fiyatı E ile P 'nin çarpımına ($E \times P^*$) eşit olacaktır.

Reel döviz kuru (ϵ), bu iki ülkedeki malların fiyatının birbirine oranına eşittir:

$$\epsilon = \frac{E_t \cdot P}{P^*}$$

Reel döviz kuru iktisadi analizlerimizde, nominal döviz kurundan daha fazla işimize yaramaktadır. Reel döviz kuru ile mal ve hizmetlerin fiyatlarını ülkeler arasında ölçebilir ve bu sayede dış ticarete konu olan malların hangi ülkede daha ucuz ve hangi ülkede daha pahalı olduğunu söyleyebiliriz.

Reel Döviz Kuru: Yerli para biriminin yabancı paralar karşısında satın alma gücüne göre düzeltilmiş değeridir.

DÖVİZ PİYASASI

Dünyanın çeşitli para birimlerinin alınıp satıldığı piyasaya **döviz piyasası** denilmektedir. Ekonomideki diğer fiyatların alıcı ve satıcılar arasındaki etkileşime bağlı olarak oluşması gibi döviz kurlarının değeri de hane halkı, firma ve finansal kurumların kararları ile belirlenen döviz arzı ve talebine göre belirlenir. Döviz piyasasında ana katılımcılar şu şekildedir:

Döviz Piyasası: Farklı ülkelere ait paraların alınıp satıldığı piyasaya döviz piyasası denir.

- **Ticari Bankalar:** Müşterilerine döviz alım ve satım hizmeti sunan ticari bankalar döviz piyasalarının merkezinde yer almaktadır.
- **Firmalar:** Yurtdışında faaliyet gösteren firmalar, yurtdışındaki şubelerinin giderlerini karşılamak ve bu şubelerden elde ettikleri gelirleri yerli paraya çevirmek gibi sebeplerle döviz piyasasında işlem yapar.
- **Banka Dışı Finansal Kesim:** Emeklilik fonları, yatırım fonları gibi banka dışı finansal kesim firmaları da yatırımlarını çeşitlendirmek ve kârlıklarını arttırmak için döviz piyasasında işlemler yaparlar.
- **Merkez Bankaları:** Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlama görevini yerine getirmek için bazı dönemlerde döviz piyasalarına müdahale eder. Merkez bankası yaptığı müdahalelerle gelecek dönemde takip edeceği makro ekonomik politikaların da işaretini verir.

Döviz işlemleri pek çok farklı finansal merkezde gerçekleşir. Dünyada işlem hacminin en büyük olduğu döviz piyasası Londra'dır. Londra'yı sırasıyla New York, Tokyo, Frankfurt ve Singapur takip eder. Döviz kuru piyasasında işlem gören döviz miktarı çok büyüktür ve büyümeye devam etmektedir. Küresel düzeyde döviz işlemlerinin ortalama günlük miktarı Nisan 1989 tarihinde 600 milyar dolar kadardır. Bu işlem hacminin 184 milyar dolarlık kısmı Londra döviz piyasasında, 115 milyar dolarlık kısmı New York döviz piyasasında ve 111 milyar dolarlık kısmı ise Tokyo döviz piyasasında gerçekleşmekteydi. 2010 yılının Nisan ayına geldiğimiz zaman dünya genelinde bir günde gerçekleşen döviz işlemlerinin hacmi 4 trilyon dolara çıkmıştır. Bu tarihte sadece İngiltere'de günlük 1,85 trilyon dolar değerinde döviz işlemi gerçekleşmektedir. Yine aynı tarihte ABD'de 904 milyar dolar, Japonya'da ise 312 milyar dolar değerinde günlük işlem yapılmaktadır.

Döviz piyasaları uluslararası bir tezgah üstü piyasadır, bu piyasalar belirli bir borsa şeklinde örgütlenmiş değillerdir. Yani, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) gibi bir binası ve örgüt yapısı bulunmamaktadır. Kıtalar arasındaki saat farklılıklarına bağlı olarak bu piyasalarda 24 saat işlem yapılabilir. Büyük merkezler arasındaki telefon, internet ve faks bağlantıları sayesinde, dünyanın istenilen herhangi bir bölgesinde bulunurken başka bir bölgede konumlanan döviz piyasasında rahatlıkla işlem yapılabilir. Bir ülke para biriminin, bir piyasada diğer piyasalardan daha yüksek bir değere sahip olduğunu düşünelim. Piyasa katılımcıları kar elde etmek amacıyla bu para birimini ucuz olduğundan piyasadan satın alıp, eş an-

Arbitraj: Farklı piyasalarda aynı mal için farklı denge fiyatlarının oluşmuş olması durumunda, malın ucuz olduğu piyasadan alınarak daha pahalı olduğu piyasada satılması işlemidir.

Spot Döviz Kuru: Dövizin anında tesliminin amaçlandığı o gün belirlenen cari kurdur.

lı olarak pahalı olduğu piyasada satmaya başlayacaklardır. Bu işlem her iki piyasada da fiyatlar dengeleninceye kadar devam edecektir. Fiyat farklılıklarından faydalanmak için para birimlerinin farklı piyasalardan alınıp satılması sürecine **arbitraj** denir. Arbitrajda, alım ve satım eş anlı olarak yapılmaktadır ve risk taşımamaktadır. Arbitraj, dünyanın farklı yerlerinde bulunan döviz piyasalarında tek bir fiyatın oluşmasını sağlar.

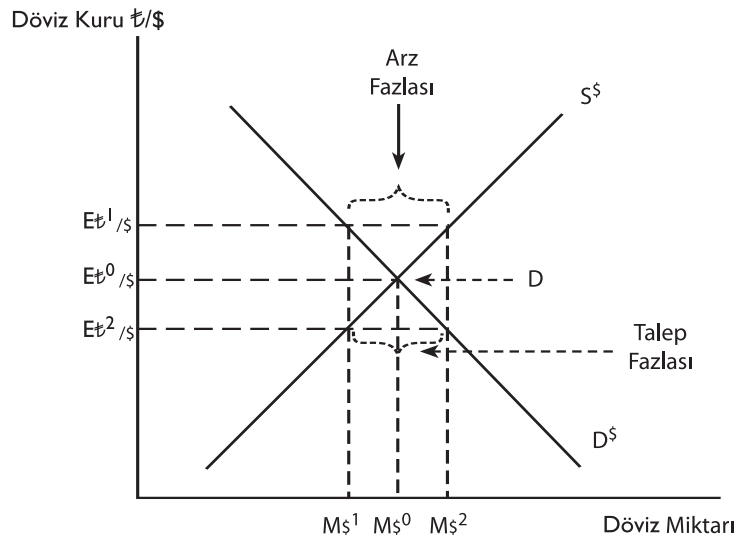
Genel olarak döviz kuru işlemlerinden bahsettiğimiz zaman **spot kurları** kastederiz. Spot işlemler alınıp satılan ulusal paraların ilke olarak anında teslimi kaydıyla yapılır ve teslimat işlemi alım ve satım sonrasındaki iki gün içerisinde gerçekleştirilir. Döviz piyasasındaki işlemlerin büyük bölümü spot işlemlerden oluşur. Döviz işlemlerinde bazen teslimat için 30, 60, 90 veya 180 gün gibi belirli bir süre belirtilir. Bu tür işlemlere **forward işlemler (vadeli işlemler)** denilmektedir. Forward işlemde bugün üzerinde anlaşılan bir kurdan ve vadede, vade bitiminde alım satım yapılır ve ilerideki bu tarihte kullanılacak kur değeri belirlenmiştir. Forward piyasasında belirlenen geleceğe yönelik bu döviz kuruna **forward kur** denir ve spot kurdan farklıdır.

Döviz Piyasasında Denge Döviz Kurunun Oluşumu

İktisatçılar, arz ve talep analizini piyasa fiyatlarının nasıl belirlendiğini incelemek için kullanırlar. Döviz kuru da yabancı para biriminin yerli para birimi cinsinden fiyatını ifade ettiği için, kısa dönemde döviz kurunun belirlenmesi ve döviz kurunda gözlenen hareketler konularında arz ve talep analizini kullanabiliriz. Şekil 5.2 geleneksel arz ve talep analizimizi kullanarak dolar ile Türk lirası arasındaki denge kur düzeyinin nasıl belirlendiğini göstermektedir. Grafiğin dikey ekseninde bir birim yabancı para karşılığında satın alınabilecek Türk lirası yani doların ₺ cinsinden fiyatı yer almaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta dikey ekseninde yukarı doğru hareket edildikçe aynı miktarda dolar ile satın alınabilen ₺ miktarı artmaktadır. Bir başka ifade ile dikey ekseninde yukarı doğru gidildikçe kur yükselmekte, Türk lirası değer kaybetmektedir. Yatay ekseninde ise her zamanki gibi miktar değişkenimiz vardır.

Şekil 5.2

Döviz Piyasasında Döviz (Dolar) Arzu ve Talebi ve Denge Döviz Kuru



Dolar Arz Eğrisi (S^D): Döviz arzı ve talebini gösteren şeklimizde yukarı doğru eğimli olan eğri dolar arz eğrisidir ve ellerinde dolar bulunduranların ₺ almak için satmak istedikleri dolar miktarını göstermektedir. Türkiye'den mal ve hizmet satın almak ve Türkiye'de finansal piyasalarda portföy yatırımı yapmak isteyenler, ellerindeki doları verip ₺ almak isteyeceklerdir. Örneğin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) yatırım yapmak isteyen Amerikalı yatırımcılar ellerindeki dolar ile Türk lirasını değiştirip Türk lirası ile yatırımlarını yapacaklardır. Yukarı doğru eğimli olan arz eğrisi aynı zamanda Türk lirasının değeri azaldıkça satılmak istenen dolar miktarının da arttığını göstermektedir. Türk lirası değer kaybettiğinde Türk mallarının yabancılar için fiyatları ucuzlamakta ve artan ihracat rakamlarına bağlı olarak daha çok Türk lirası talep edilmektedir.

Dolar Talep Eğrisi (D^D): Döviz arzı ve talebini gösteren şeklimizde aşağı doğru eğimli olan eğri dolar talep eğrisidir ve Türk lirası karşılığında satın alınmak istenen dolar miktarını göstermektedir. Ekonomik birimler yurtdışından (örneğinizde Amerika) mal ve hizmet satın almak ve yurtdışındaki finansal piyasalara yatırım yapmak amacıyla ellerinde bulunan Türk lirasını dolar ile değiştirmek isterler. Örneğin Amerika'da yüksek lisans yapmak bir isteyen bir öğrenci, Amerikan üniversitesine harç parasını ödemek için dolar talep edecektir. Dolar arzı eğrisinden bahsederken İMKB'de yatırım yapmak isteyen yatırımcının elindeki doları Türk lirası ile değiştireceğini ve bu süreçte dolar arz etmiş olacağını söylemiştik. Bu yatırımcı, yaptığı yatırımın vadesi sonunda getiri ile birlikte anaparasını tekrar dolara çevirecektir. Yani önce dolar arz edecek ve ardından yatırımını kendi ülkesine götürürken bu sefer dolar talebinde bulunacaktır.

Döviz kuru piyasasındaki denge döviz kuru dolar talebi ile dolar arzının birbirine eşitlendiği D noktasında oluşacaktır. Dolar, euro, sterlin ve Türk lirası gibi para birimlerinin tamamının değeri piyasa koşullarına göre belirlenmektedir. Döviz kurlarındaki değer değişimleri piyasalardaki arz ve talep koşullarının değerinin değişmesi ile açıklanabilir.

Döviz Piyasasında Denge Döviz Kurunun Değişmesi

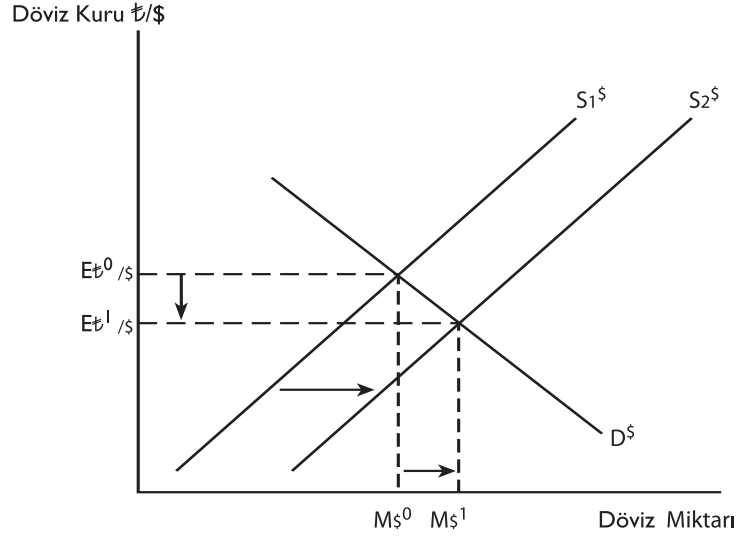
Dolar arzı veya dolar talebi eğrilerinden birinin yer değiştirmesiyle denge döviz kurumuzun değeri de değişecektir. Döviz piyasası analizimize öncelikle dolar arz eğrisindeki değişimlere ve bu değişimlerin döviz kuru üzerindeki etkilerine bakalım.

Ekonomik birimler yurt içi piyasalardan mal ve hizmet satın almak için ya da finansal varlık satın almak için ellerindeki doları Türk lirası ile değiştirmek isteyeceklerdir. Örneğin Amerikalıların millî gelirlerinde yaşanacak bir artış, Türk mallarını dâhil olmak üzere Amerikalıların yabancı mallara olan talebini arttıracaktır. Buna bağlı olarak dolar arz eğrisi artarak sağa kayacak ve döviz kurunun değeri düşerken yerli para değer kazanacaktır.

Şekil 5.3, dolar arzının artmasına bağlı olarak denge döviz kurunda yaşanan değişimleri göstermektedir. Dolar arzındaki artışa bağlı olarak dolar arz eğrisi sağa doğru kayacak ve denge döviz kuru $E^0_{\text{₺}/\$}$ 'den, $E^1_{\text{₺}/\$}$ 'a gelecektir. Bu yeni denge döviz kurunda Türk lirası değer kazanmıştır. Dolar arzının artması durumunda sağa doğru kayan dolar arz eğrisi, aksi durumunda sola doğru kayacaktır. Dolar arzının azalmasıyla birlikte döviz kuru yükselecek ve yerli para değer kaybedecektir.

Şekil 5.3

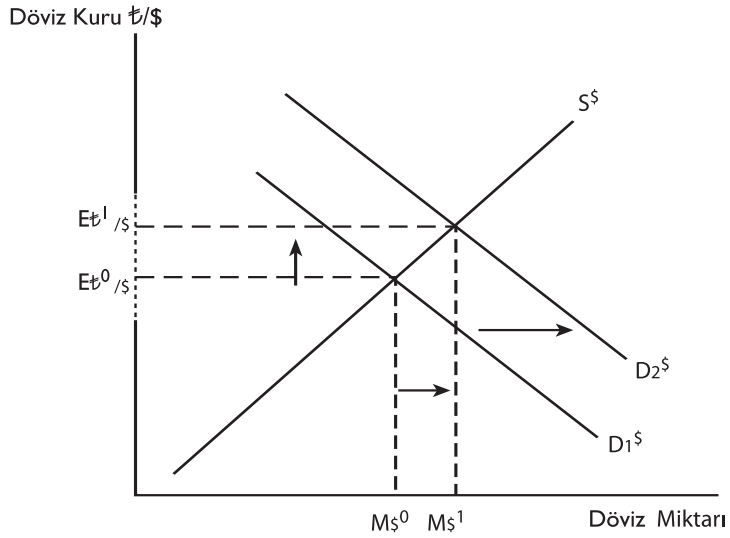
*Döviz Piyasasında
Döviz (Dolar)
Arzının Artması ve
Denge Döviz Kuru*



Ellerinde Türk lirası bulunanların Amerika'dan mal ve hizmet satın almak istemelerini artıran her türlü faktör dolar talebini de arttıracaktır. Şekil 5.4'te dolar talebinin artmasının denge döviz kuru üzerindeki etkileri gösterilmiştir. Örneğin Amerika'da üretilen tablet bilgisayarlar için talep artmasına bağlı olarak dolar talebimiz artacak ve Şekil 5.4'te gösterildiği gibi dolar talebi eğrisi sağa doğru kayarak kurun yükselmesine ve Türk lirasının değer kaybetmesine neden olacaktır. Yine, dolar talebimizi arttıran bir diğer faktör de Amerikan finansal varlıklarına yatırım yapmak istediğimiz yatırımın artması olarak belirtilebilir.

Şekil 5.4

*Döviz Piyasasında
Döviz (Dolar)
Talebinin Artması
ve Denge Döviz
Kuru*



UZUN DÖNEMDE DENGE DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ

Döviz kurlarındaki değer değişimlerinin firmalar ve tüketiciler açısından nasıl etkiler yaratabileceğini gördük. Şimdi ise döviz kurlarının değerlerinin nasıl belirlendiği ve neden dalgalandığını açıklamaya çalışacağız. Bu amaçla öncelikle döviz kurlarının uzun dönemde nasıl belirlendiği üzerinde duracağız.

Tek Fiyat Kanunu ve Satın Alma Gücü Paritesi

Uzun dönemde döviz kurlarının nasıl belirlendiğini açıklamaya ilk olarak “tek fiyat kanunu” ile başlayacağız. Tek fiyat kanunu; piyasalar arası ulaşım maliyetinin sıfır olduğu ve ticaret sınırlamalarının olmadığı bir ekonomik ortamda, birbirinin özdeşi (homojen) olan iki ürünün farklı piyasalarda aynı fiyata satılması gerektiği anlamına gelmektedir. Buna göre ürünün hangi piyasada üretildiğinin bir önemi yoktur. Örneğin Karabük'te üretilen demirin tonu ₺1000'ye satılıyorsa bu ürünün eşdeğeri olan İskenderun demiri de ₺1000'ye satılmalıdır. Aksi takdirde arbitrajcular demiri ucuz olduğu piyasadan satın alıp pahalı olan piyasada satmaya başlayacaklardır. Bu durumda ucuz olan piyasada demirin talebi artacağı için fiyatı artmaya başlayacak, diğer yandan pahalı olan piyasada talebi azalan demirin ise fiyatı düşmeye başlayacaktır. Fiyatlardaki bu hareketlilik iki piyasada da fiyatlar eşitleneceye kadar devam edecektir.

Tek fiyat kanununun uluslararası piyasalara uygulanması **satın alma gücü paritesinin** temelini oluşturur. Buna göre 1 ton çeliğin fiyatının sadece İskenderun ve Karabük'te aynı olması yeterli değildir, aynı zamanda Almanya'da üretilen çeliğin fiyatı da aynı olmalıdır. Yani çeliğin tonu İskenderun'da ₺1000 ve ₺/€ döviz kuru 2,5'e eşitse tek fiyat kanunu Almanya'da üretilen çeliğin fiyatının 250 € olması gerektiğini söyler.

Tek Fiyat Kanunu: Birbirinin özdeşi (homojen) olan iki ürünün farklı piyasalarda aynı fiyata satılması gerektiğini ifade eden ilkedir.

Satın Alma Gücü Paritesi: Uzun dönemde iki ülke arasındaki denge döviz kurunun, bu ülkelerin fiyatları arasındaki farklılaşmaya bağlı olarak belirleneceğini savunan teorik yaklaşımdır.

Tek Fiyat Kanunu ile Satın Alma Gücü Arasındaki İlişkiyi Tartışınız.

Satın alma gücü paritesi, çelik örneğinde geçerli olan kuralın, bütün mallar ve hizmetler için geçerli olması gerektiğini söylemektedir. Mal ve hizmetlerin fiyatlarının, fiyatlar genel düzeyi ile ölçüldüğünü hatırlayalım. Mal ve hizmetlerin fiyatı Türkiye'de (P) ₺ ile ölçülür ve Almanya'da fiyatı (P^*) Euro ile ölçülür ve Almanya'daki fiyatların ₺ cinsinden değeri, döviz kuru (E) ile yerli fiyatların (P) çarpımına eşittir. Bu durumda, satın alma gücü paritesinin öngörüsü aşağıdaki şekilde yazılabilir,

$$E \cdot P = P^*$$

Eğer eşitliğin her iki tarafında yer alan değerleri birbirine eşit kabul ediyorsak, birbirine eşit olan bu iki değeri, yine birbirine bölersek aşağıdaki eşitliğe ulaşırız;

$$\frac{E \cdot P}{P^*} = 1$$

Gördüğümüz gibi eşitliğimizin sol yanında yer alan değer reel döviz kuruna eşittir. Satın alma gücü paritesi reel döviz kurunun her zaman 1'e eşit olması gerektiğini savunur. Yukarıdaki eşitliğimizden nominal döviz kurunun değerini elde etmek için yukarıdaki eşitlikte yer alan nominal döviz kuru (E) değişkeninin eşitliğin sol yanında yalnız bırakabiliriz. Bu durumda aşağıdaki eşitliğe ulaşırız:



SIRA SİZDE

$$E = \frac{P^*}{P}$$

Bu eşitlikten görüldüğü gibi satın alma gücü paritesine göre, nominal döviz kuru yerli ve yabancı fiyat düzeylerinin birbirlerine oranlanmasıyla bulunur.

Bizim için önemli olan döviz kurunun gelecekteki değeri ile ilgili bir öngörüye sahip olabilmektir. Satın alma gücü paritesi, nominal döviz kurunun ülkelerin fiyat düzeylerinin oranlanması ile bulunduğunu söylüyordu ($E=P^*/P$). Döviz kurlarının zaman içerisinde sergiledikleri davranışları görmek için, yukarıdaki eşitliğin yüzde değişimini hesaplamamız yeterli olacaktır.

$$\text{Nominal kurdaki \% değişim} = \frac{P^*}{P} \text{ oranındaki \% değişim}$$

Bir oranın yüzde değişimini, o oranın payında yer alan değerin yüzde değişiminden paydasında yer alan değerin yüzde değişimini çıkartarak bulabiliriz. Bu yöntemi kullanarak aşığıdaki ifadeye ulaşıyoruz.

$$\text{Nominal kurdaki \% değişim} = [(P^* \text{ 'daki \% değişim}) - (P \text{ 'deki \% değişim})]$$

Yukarıdaki eşitliği daha rahat yorumlamak için önce fiyatlarda meydana gelen değişimi nasıl yorumlamamız gerektiğini bilmeliyiz. Hatırlayacağınız gibi, enflasyonu fiyatlar genel düzeyindeki fiyat artışı olarak tanımlamıştık. Yabancı fiyatlardaki yüzde fiyat artışı, yabancı ülkedeki enflasyon oranını gösterirken yurtiçi fiyatlardaki yüzde fiyat artışı da yurtiçindeki enflasyon oranını göstermektedir. Bu durumda,

$$\text{Nominal kurdaki \% değişim} = \pi^* - \pi$$

yazabiliriz. Bu eşitlikte π , enflasyon oranını sembolize etmektedir. Buna göre, döviz kuru değerindeki gerçekleşen değişikliklerin, farklı ülkelerin para birimlerinin satın alma gücünü eşitlemek amacıyla gerçekleştiğini savunmaktadır. İki ülkenin para birimlerinin değerleri arasındaki değişim, bu ülkelerin fiyat düzeylerindeki değişimlerin arasındaki farka eşit olacaktır. Eğer yurtiçinde enflasyon oranı yabancı ülkeye göre daha yüksekse yerli paranın değer kaybetmesi (yabancı paranın değer kazanması), yabancı ülkede enflasyon oranı daha yüksekse yerli paranın değer kazanması (yabancı paranın değer kaybetmesi) gerekmektedir. Örneğin yabancı ülkede enflasyon oranı $\pi^* = \%5$ ve yurtiçinde enflasyon oranı $\pi = \%8$ ise yerli para birimin yabancı para birimi karşısında $\%3$ değer kaybetmesi gerekmektedir.

Satın Alma Gücü Paritesi Döviz Kuru Hareketliliklerini Açıklayabiliyor mu?

Mutlak satın alma gücü paritesi olarak da nitelendirebileceğimiz nominal döviz kurunun iki ülke fiyat düzeyleri arasındaki orana eşit olması, gündelik hayatta pek geçerliliği olan bir teori değildir. Ancak satın alma gücü paritesinin, döviz kurlarının uzun dönemli davranışlarını açıklayan iki ülke para birimleri arasındaki döviz kurunun, iki ülke arasındaki fiyat farklılıklarına bağlı olarak belirlendiği öngörüsü gerçek hayatta karşılığı olan tutarlı bir öngörüdür. Yalnız burada dikkat etmemiz gereken nokta, bu teorinin uzun dönemde döviz kuru hareketlerinin değer kazanma veya değer kaybetme yönünde tutarlı bir öngörü yapabildiği ancak her zaman kesin bir doğruluğa sahip olmadığıdır. Bir başka ifadeyle yabancı ülkede enflasyon

oranı $\pi^* = \%5$ ve yurtiçinde enflasyon oranı $\pi = \%8$ olduğu örneğimizde yurtiçinde yaşanan enflasyona bağlı olarak döviz kurunda bir değer kaybı beklemek yerinde olacağı gibi, bu değer kaybının kesinlikle $\%3$ oranında olacağını düşünmek yanlıtıcı olacaktır. Satın alma gücü paritesinin öngörü gücü kısa dönemde daha da zayıflamaktadır. Satın alma gücü paritesinin zayıflıklarını üç başlık altında ifade edebiliriz;

- **Bütün mallar uluslararası ticarete konu olamaz:** Bir ülkede üretilen mal ve hizmetlerin yarısından fazlasının uluslararası ticareti yapılamaz. Örneğin saç kesimi hizmetinin maliyeti Almanya'da daha ucuzsa bu fırsattan faydalanmak için uçağa binip Almanya'ya gitmemiz rasyonel olmayacaktır. Saç kesimi örneğinde olduğu gibi pek çok mal ve hizmet uluslararası ticarete konu olmadığı için döviz kurları nispi satın alma gücünü yansıtmayacaktır.
- **Bütün mallar özdeş (homojen) değildir:** Aynı malların dünya genelinde aynı fiyattan satıldığı, buna karşılık iki malın birbirinin benzeri olduğu ancak aynı olmadığı durumda, fiyatlarının da farklılaşabileceğini varsaydık. Petrol, buğday, çelik gibi ürünler tam anlamıyla özdeştir. Ancak otomobil, televizyon, kıyafet ve benzeri pek çok ürün *farklılaşmış ürün* olarak kabul edilirler ve özdeş değildirler. Özdeş olmayan ürünler için tek fiyat kanununun geçerli olması beklenemez.
- **Hükümetler farklı kota ve tarife uygulamalarına sahiptirler:** Yurtiçi üretimi korumak için ülkeler ithal mallara yönelik **tarife** ve **kota** uygular. **Tarife** hükümetin ithal mallara uyguladığı özel bir vergi türüdür. **Kota** ise bazı malların ithalatına miktar sınırlaması konmasıdır. Kota ve tarife uygulamasının ortak sonucu kısıtlamaya tabii olan malın yurtiçi fiyatının yurtdışı fiyatının üzerine çıkmasıdır. Kota ve tarife uygulamasına tabi olan mallar için tek fiyat kanunu geçerli değildir.

Bir para biriminin satın alma gücü paritesinin altında veya üstünde olduğunu söylemek ne anlama gelmektedir?



KISA DÖNEMDE DENGE DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ

Satın alma gücü paritesi uzun dönemli döviz kuru hareketlerini anlamamıza yardımcı eder. Ancak döviz kurları bir gün içerisinde bile önemli değişimler gösterebilmektedir. Döviz kurlarının kısa dönemde sergiledikleri değişkenliğe bağlı olarak ortaya çıkan belirsizlik ekonomik birimler açısından oldukça önemlidir. Bölümümüzün başında yer alan Şekil 5.1 esasında hem satın alma gücü paritesine hem de faiz paritesine neden ihtiyaç duyduğumuzu açıklamaya yönelik güzel bir örnektir. 1990'lı yıllarda ₺ 'nin farklı para birimleri karşısında değeri önce yaşanan enflasyon orana bağlı olarak sürekli değer kayıpları göstermektedir. 2000'li yılların ardından ise döviz kurları yüksek bir değişkenlik sergilemektedir. Faiz paritesi teorisini kullanarak döviz kurunda çok kısa sürelerde gerçekleşen değer değişikliklerini açıklamaya çalışacağız.

Faiz Paritesi Kavramı

Faiz paritesi teorisi ile birlikte döviz kurlarını yatırım aracı perspektifinde değerlendirmeye başlıyoruz. Döviz piyasalarında bir işlem gününde gerçekleşen döviz talebinin $\%95$ 'ten fazlası yabancı finansal varlıklara portföy yatırımı yapabilmek içindir. Geriye kalan $\%5$ ise hanehalkı ve firmalar tarafından yurtdışından mal ve hiz-

met alımı için yapılmaktadır. Finansal yatırım yapabilmek için talep edilen yabancı paraların toplam döviz talebi içerisinde bu kadar yüksek bir yer kaplaması **uluslararası sermaye hareketliliklerindeki** artışın doğal bir getirisidir.

DİKKAT



Portföy tercih kuramına göre bir varlığın talebini belirleyen üç etken (i) getiri, (ii) likidite, (iii) risk olarak belirtilebilir.

Konuyu basitleştirmek için farklı ülkelerde ihraç edilen devlet tahvillerinin risk, likidite gibi konularda özdeş olduklarını varsayacağız. Bu durumda, farklı piyasalarda ihraç edilmiş, iki devlet tahviline olan talebi belirleyen temel faktör bu aktiflerden elde edilmesi beklenen getiri oranı olacaktır. Faiz paritesi teorisi, farklı ülkelerde ihraç edilen tahvillerin getirisinin arbitraj olasılığına bağlı olarak birbirlerine eşit olacağını söylemektedir.

Örneğin birikimlerimizi değerlendirmek için Türk devlet tahvilleri veya Amerikan devlet tahvillerine yatırım yapmak gibi iki seçeneğimizin olduğunu düşünelim. Bu iki yatırım aracının vadesinin, likiditesinin ve riskliliğinin tamamıyla birbirinin özdeşi olduğunu kabul edelim. Türk devlet tahvilleri i^T gibi bir faiz oranına tabi olacak ve bu faiz oranı bize Türk lirası cinsinden elde edilebilecek getiriyi gösterecektir. Amerikan devlet tahvilleri ise i^S gibi bir faiz oranına sahip olacak ve bu faiz oranı da dolar cinsinden elde edilebilecek getiriyi gösterecektir.

Burada, yatırım seçeneklerine Türk yatırımcısı açısından yaklaştığımızı yani elimizde Türk lirası olduğunu ve bu parayı yurtdışında değerlendirmeye karar versek bile vade sonunda elde ettiğimiz getiriyi yine Türk lirası üzerinden değerlendirmek isteyeceğimizi belirtelim. Bir Türk yatırımcısı olarak Amerikan devlet tahvillerine yatırım yapabilmek için öncelikle Türk lirası cinsinden olan paramızı Amerikan dolarına çevirmemiz, ardından bu doları kullanarak Amerikan tahvilini almamız, vade sonunda ise elde ettiğimiz getiri ile birlikte anaparamızı tekrar Türk lirasına çevirmemiz gerekecektir. Buna karşılık, paramızı Türk tahvillerinde değerlendirmeye karar verirsek basitçe elimizdeki Türk lirasını tahvile yatırır ve vade sonunda tahvilin tabi olduğu faiz oranı kadar getiri elde ederiz.

Bu iki yatırım seçeneğinden hangisini tercih edeceğimiz, risk, likidite ve vade gibi diğer faktörler aynıyken yatırımların beklenen getirisine bağlı olacaktır. Türk lirasına yatırım yapmanın beklenen getirisi oldukça basit bir şekilde Türk tahvillerine ödenen faiz oranına (i^T) eşittir. Bu konuda bir belirsizlik yoktur. Amerikan hazine bonolarına yatırım yapmanın beklenen getirisini hesaplamak ise biraz daha karışıktır. Tekrara düşme riskini göze alarak bir kez daha bu süreci değerlendirirsek öncelikle elimizdeki Türk lirasını piyasadaki spot döviz kurunu (E_t) kullanarak dolara çeviririz. Ardından, elimizdeki dolar ile Amerikan devlet tahvili satın alırız. Vade süresince tahvilden faiz getirisi (i^S) elde ederiz ve son olarak da vade sonunda elde ettiğimiz faiz geliri ile birlikte anaparamızı o günkü (gelecekteki) döviz kurdan tekrar Türk lirasına çeviririz. Görüldüğü gibi, Amerikan devlet tahvillerinden beklenen getiriyi hesaplayabilmek için üç değişkene ihtiyacımız vardır: spot döviz kuru (E_t), Amerikan tahvili faiz oranı (i^S) ve vade sonunda beklenen döviz kuru (E_{t+1}^e). Bu üç değişken ile ilgili bilgiye sahip olursak Amerikan devlet tahvillerine yapılan yatırımın, Türk lirası cinsinden beklenen getiri oranı hakkında bilgi sahibi olabiliriz. Yabancı aktifin (örneğinizde Amerikan tahvili) faiz oranı (i^S) ile Türk lirasında beklenen değişim oranının toplamı bize Amerikan devlet tahviline yapılan yatırımın beklenen getirisini verecektir.

Türk lirasının değerinde beklenen değişim oranını aşağıdaki şekilde yazabiliriz;

$$\text{Türk lirasının değerinde beklenen değişim oranı} = \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

Bu durumda Amerikan devlet tahvillerine yapılan yatırımın Türk lirası cinsinden beklenen getirisi ($R^{\$}$) aşağıdaki şekilde olacaktır:

$$R^{\$} = i^{\$} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

Yatırımlarını Türk lirasında değerlendirmenin beklenen getirisi ($R^{\text{₺}}$) ise Türk tahviline ödenen faiz oranına ($i^{\text{₺}}$) eşittir.

Bu iki yatırım aracının beklenen getirisi dışında bütün özellikleri benzerdir. Bu durumda yatırım araçlarına yönelik talebi, beklenen getiri düzeyi belirleyecektir. Türk tahvillerinin beklenen getirisi ($R^{\text{₺}}$), Amerikan tahvillerinin beklenen getirisinden yüksekse ($R^{\$}$) uluslararası talep Türk tahvillerine yönelecek, ellerinde Amerikan tahvili olanlar satarak Türk tahvili almak isteyeceklerdir. Böyle bir ekonomik ortamda, Türk tahvillerine artan talebe bağlı olarak fiyatları artacak ve fiyat ile faiz arasındaki ters yönlü ilişkiye bağlı olarak faizi düşecektir. Bu süreç her iki yatırım aracının beklenen getirisi eşitleninceye kadar devam edecektir.

Döviz piyasasında denge, yerli ve yabancı para birimlerinin beklenen getirilerinin eşit olduğu noktada oluşacaktır. Yerli ve yabancı para birimi cinsinden yapılan yatırımların beklenen getirisinin aynı para birimi cinsinden ölçüldüğünde birbirine eşit olması gerekliliğine **faiz paritesi koşulu** denilmektedir. Faiz paritesi koşulunu aşağıdaki şekilde gösterebiliriz:

$R^{\text{₺}} = R^{\$}$ veya aynı anlama gelmek üzere aşağıdaki şekilde yazabiliriz:

$$i^{\text{₺}} = i^{\$} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

Şekil 5.5 faiz paritesi koşuluna bağlı olarak dengede olan döviz kuru piyasasını göstermektedir. Bu grafikte yerli para cinsinden aktiflerin getirisi, Türk lirasına uygulanan faiz oranı noktasında dikey eksene paralel bir eğridir. Burada, yerli aktiflerin faiz oranlarının merkez bankası tarafından belirlendiği varsayımı yapılmıştır ve bu varsayım önemlidir. Yabancı aktiflerin getirisini ise aşağı yönlü eğimli bir eğri ile gösteriyoruz. Yabancı aktiflerin getirisi yabancı faiz oranı ile Türk lirasında beklenen değer kayıplarına eşittir. Yabancı aktifin beklenen getirisini aşağıdaki eşitlikle göstermiştik:

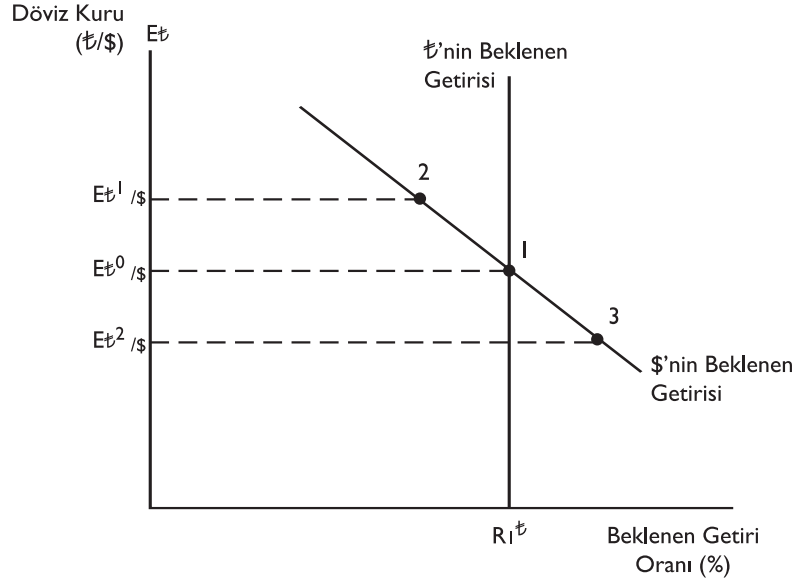
$$R^{\$} = i^{\$} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

Eğer döviz kurunun gelecekte beklenen değerini (E_{t+1}^e) sabit kabul edersek E_t arttıkça $\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$ terimi azalacaktır. Bu yüzden bu eğri negatif eğimli olarak gösterilmiştir.

Faiz Paritesi Koşulu: Farklı para birimi cinsinde işlem gören birbirine özdeş iki tahvilin faiz oranları arasındaki fark döviz kurunun beklenen değerindeki değişimleri yansıtacaktır.

Şekil 5.5

Yerli ve Yabancı Aktiflerin Beklenen Getiri Eğrisi ve Denge Döviz Kuru



Kısa dönemli denge döviz kuru ₺ aktiflerinden beklenen getiri ile yabancı aktiflerin beklenen getirinin birbirine eşitlendiği (1) noktasında belirlenecektir. Dikey ekseninde yukarı doğru hareket edildikçe aynı miktarda dolar ile satın alınabilen ₺ miktarı artmaktadır. Bir başka ifade ile dikey ekseninde yukarı doğru gidildikçe, kur yükselmekte, Türk lirası değer kaybetmektedir. Yatay ekseninde ise beklenen getiri miktarı vardır. Şekil 5.5’de döviz kurlarının $E_{\text{₺}}^1/\text{\$}$ düzeyinde olması durumunda (2 nolu nokta) Türk lirası aktifinin beklenen getirisi, dolar aktifinin beklenen getirisinden fazla olacaktır. $E_{\text{₺}}^2/\text{\$}$ döviz kuru düzeyinde ise (3 nolu nokta) dolar aktifinin beklenen getirisi, ₺ aktifinin beklenen getirisinden fazla olacaktır.

Faiz Oranları, Beklentiler ve Denge Döviz Kuru

Denge döviz kurunun, faiz paritesi koşuluna göre nasıl belirlendiğini gördükten sonra bu bölümde döviz kurlarının gelecekteki beklentilerden ve faiz oranlarından nasıl etkilendiğini göstermeye çalışacağız.

Faiz Oranlarında Değişme ve Döviz Kuru

Gazetelerde ve ekonomi haberlerinde faiz oranları ile döviz kurları arasındaki ilişkiye yönelik pek çok haber yer alır. Örneğin, *Amerikan Merkez Bankasının faiz artırımını sonrasında doların değer kazandığı* veya *T.C. Merkez Bankasının enflasyonla mücadele amacıyla faizleri yüksek tutması sebebiyle Türk lirasının aşırı değerli olduğu* gibi haberler sıklıkla karşımıza çıkmaktadır. Bu bölümde faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışacağız.

SIRA SİZDE

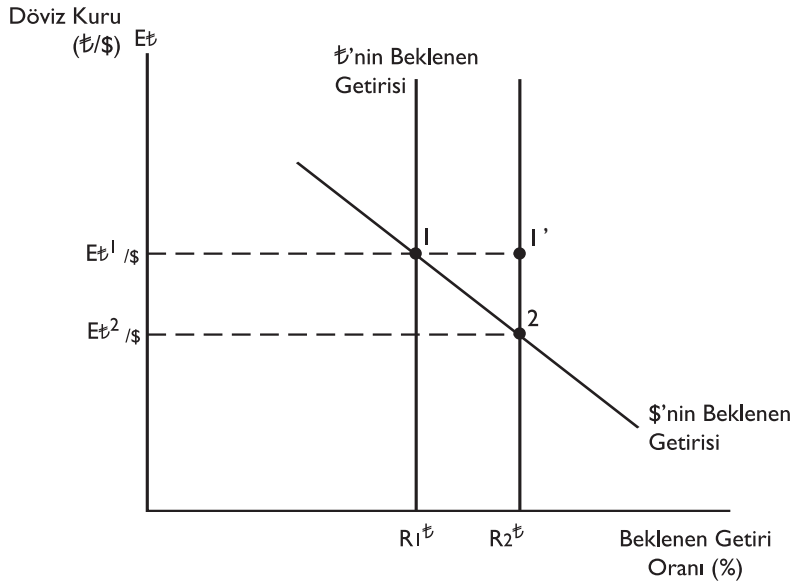
4

Bir gazetenin ekonomi sayfasında aşağıdaki haber yer almaktadır:

“Küresel piyasalarda, bir para biriminin başka bir para birimine nazaran daha yüksek faiz ödemesinin tek sebebi, o para biriminin değer kaybetme riskinin yüksek olmasıdır.” Katılır mısınız?

Şekil 5.6

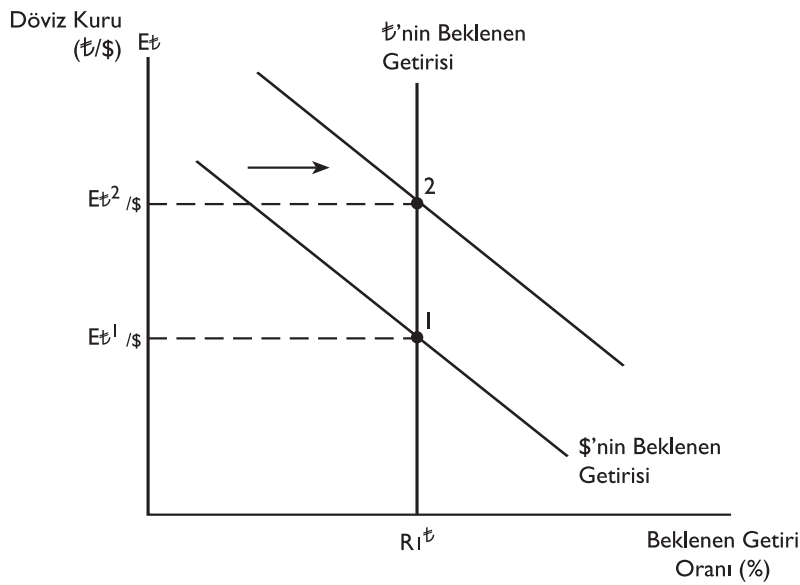
Yerli Aktifin Faiz Oranındaki Artışın Etkisi



Faiz oranlarının $R_1^{\text{₺}}$ düzeyinden $R_2^{\text{₺}}$ seviyesine yükseldiğini düşünelim. Bu durumda Türk lirası beklenen getiri eğrisi faiz oranlarında gerçekleşen artış kadar sağa kayacaktır. Şekil 5.6 Türk lirasının beklenen getiri eğrisindeki bu artışı göstermektedir. Faiz oranlarındaki bu artıştan önce denge döviz kuru düzeyimiz $E_{\text{₺}}^1/\text{\$}$ seviyesindedir. Faiz oranlarındaki bağlı olarak bu döviz kuru seviyesinde Türk lirasının beklenen getiri, dolar yatırımlarından beklenen getiriye aşmıştır. Bu farklılık doların değer kaybetmesine veya aynı anlama gelmek üzere Türk lirasının değer kazanmasına sebep olmuştur.

Şekil 5.7

Yabancı Aktifin Faiz Oranındaki Artışın Etkisi



Yabancı ülkenin faiz oranlarındaki artışın döviz kuru üzerindeki etkisi Şekil 5.7'de gösterilmiştir. Dolara uygulanan faiz oranındaki artış ile birlikte doların beklenen getirisi artacak, artış, negatif eğime sahip olan dolardan beklenen getiri eğrimizi sağa doğru kaydıracak ve yeni denge, Türk lirası ile dolar arasındaki döviz kurunun $E^2/\$$ noktasında oluşacaktır. Yani uluslararası piyasalarda dolara uygulanan faiz oranının artması sonucunda dolar talebi artacak ve bu faiz artışı $\$$ 'nin değer kaybetmesi ile sonuçlanacaktır.

Beklentilerdeki Değişme ve Döviz Kuru

Faiz oranlarında yaşanan değişimler kadar bu değişimlerin nedenleri de önemlidir. Faiz oranındaki değişimin kaynağına bağlı olarak döviz kurları üzerinde farklı etki yaratabilir. Faiz oranları iki faktöre bağlı olarak artabilir; bunlardan birincisi reel faiz oranındaki artış, ikincisi ise enflasyon beklentisindeki artıştır. Faiz oranlarındaki artışın sebebi reel faizlerin artması ise bu artışın sonucu Şekil 5.7'da gösterildiği gibi olacaktır. Ancak, faiz oranlarındaki artış beklenen enflasyondaki artışa bağlı olarak meydana gelmişse, aslında kendisi de bir fiyat olan döviz kurunun da artması beklenecektir. Döviz kurundaki artış, dikey ekseninde yukarıya doğru hareket etmek ve yerli paranın değer kaybetmesi anlamına geliyordu. Yerli paranın gelecekte değer kaybetmesi beklentisi, yabancı aktifin beklenen getirisini arttıracaktır.

Özet



Nominal ve reel döviz kurları arasındaki farkı açıklamak.

Nominal döviz kuru; bir ülkenin para biriminin, başka bir ülkenin para birimi cinsinden fiyatıdır. Döviz kuru değerinde değişimleri ifade etmek için değer kazanımı ve değer kaybı ifadelerini kullanırız. Yerli paranın değer kazanması, fiyatının artmasıdır. Bir birim yerli para ile daha fazla miktarda yabancı para satın alabiliriz. Yerli paranın değer kaybetmesi ise yerli paranın fiyatının düşmesidir ve bir birim yabancı para satmak için ihtiyaç duyduğumuz yerli para miktarı artar. Değer artışı anlamına gelmek üzere yerli paranın güçlenmesi ve değer kaybı anlamına gelmek üzere yerli paranın güçsüzleşmesi ifadelerini de kullanırız. Reel döviz kuru, farklı ülkelerdeki malların nispi fiyatlarını nominal döviz kurunu ve yerli fiyatların ikisini birden hesaba katarak değerlendirir. Reel döviz kuru ile elde etmek istediğimiz bilgi, bir ülkedeki mal sepetinin maliyeti ile aynı mallardan oluşan başka bir ülkedeki sepetin maliyetinin karşılaştırılmasıdır.



Döviz piyasasının işleyişini analiz etmek.

Dünyanın çeşitli para birimlerinin alınıp satıldığı piyasaya döviz piyasası denilmektedir. Ekonomideki diğer fiyatların alıcı ve satıcılar arasındaki etkileşime bağlı olarak oluşması gibi, döviz kurlarının değeri de hanehalkı firma ve finansal kurumların kararları ile belirlenen döviz arzı ve talebine göre belirlenir. Döviz piyasasında ticari bankalar, firmalar, banka dışı finansal kesim, merkez bankaları olmak üzere dört ana katılımcı bulunmaktadır. Döviz işlemleri pek çok farklı finansal merkezde gerçekleşir. Dünyada işlem hacminin en yüksek olduğu döviz piyasası Londra'dır. Londra'yı sırasıyla New York, Tokyo, Frankfurt ve Singapur takip eder. Bu piyasalar belirli bir borsa şeklinde örgütlenmiş değillerdir. Kıtalar arasındaki saat farklılıklarına bağlı olarak bu piyasalarda 24 saat işlem yapılabilir. Büyük merkezler arasındaki telefon, internet ve faks bağlantıları sayesinde, dünyanın istenilen herhangi bir bölgesinde bulunurken, başka bir bölgede konumlanan döviz piyasasında rahatlıkla işlem yapılabilir.



Döviz kurlarının uzun dönemde sergiledikleri değişimlerin nedenlerini tartışmak.

Tek fiyat kanunu; piyasalar arası ulaşım maliyetinin sıfır olduğu ve ticaret sınırlamalarının olmadığı bir ekonomik ortamda, birbirinin özdeşi (homo-

jen) olan iki ürünün farklı piyasalarda aynı fiyata satılması gerektiği anlamına gelmektedir. Buna göre ürünün hangi piyasada üretildiğinin bir önemi yoktur. Tek fiyat kanunun uluslararası piyasalara uygulanması **satın alma gücü paritesinin** temelini oluşturur. Satın alma gücü paritesine göre, nominal döviz kuru yerli ve yabancı fiyat düzeylerinin birbirlerine oranlanmasıyla bulunur. Bizim için önemli olan döviz kurunun gelecekteki değeri ile ilgili bir öngörüye sahip olabilmektir. Satın alma gücü paritesi, döviz kurlarının uzun dönemli davranışlarını açıklarken iki ülke para birimleri arasındaki döviz kurunun, iki ülke arasındaki fiyat farklılıklarına bağlı olarak belirlendiğini ifade eder. Yalnız burada dikkat etmemiz gereken nokta, bu teorinin uzun dönemde döviz kuru hareketlerinin değer kazanma veya değer kaybetmesi yönünde tutarlı bir öngörü yapabildiği ancak değişimin miktarı konusunda her zaman kesin bir doğruluğa sahip olmadığıdır.



Arz ve talep analizini döviz kurları piyasasına uyarlamak.

İktisatçılar arz ve talep analizini piyasa fiyatlarının nasıl belirlendiğini incelemek için kullanırlar. Döviz kuru da yabancı para biriminin yerli para birimi cinsinde fiyatını ifade ettiği için, kısa dönemde döviz kurunun belirlenmesi ve döviz kurunda gözlenen hareketler konularında arz ve talep analizini kullanabiliriz. Dolar arz eğrisi, ellerinde dolar bulunduranların ₺ almak için satmak istedikleri dolar miktarını göstermektedir. Türkiye'den mal ve hizmet satın almak ve Türkiye'de finansal piyasalarda portföy yatırımı yapmak isteyenler ellerindeki doları verip ₺ almak isteyeceklerdir. Türk lirası değer kaybettikçe Türk mallarının yabancılar için fiyatları ucuzlamakta ve artan ihracat rakamlarına bağlı olarak daha çok Türk lirası talep edilmektedir. Dolar talep eğrisi, Türk lirası karşılığında satın alınmak istenen dolar miktarını göstermektedir. Ekonomik birimler yurt dışından (örneğinimizde Amerika) mal ve hizmet satın almak ve yurtdışındaki finansal piyasalara yatırım yapmak amacıyla ellerinde bulunan Türk lirasını dolar ile değiştirmek isterler. Döviz kuru piyasasındaki denge döviz kuru dolar talebi ile dolar arzının birbirine eşitlendiği D noktasında oluşacaktır. Döviz kurlarındaki değer değişimleri piyasalardaki arz ve talep koşullarının değerinin değişmesi ile açıklanabilir.

Kendimizi Sıyalım

1. Aşağıdaki dünya finans merkezlerinden hangisinde en büyük işlem hacmine sahip döviz piyasası yer almaktadır?

- New York
- Londra
- Tokyo
- Frankfurt
- Singapur

2. Aşağıdakilerden hangisi döviz piyasasında yer alan temel aktörlerden biri **değildir**?

- Firmalar
- Merkez bankaları
- Ticari bankalar
- Banka dışı finansal kurumlar
- Turistler

3. Almanya'nın faiz oranı %4, ABD'nin faiz oranı %5 olursa doların euro karşısındaki beklenen değer değişimi ne kadar olur?

- %1 artar.
- %1 azalır.
- %9 artar.
- %9 artar.
- %5 artar.

4. Aşağıdaki ifadelerden hangisi tek fiyat kanununu tanımlamaktadır?

- Birçok ülkede gümrük girişi yapan malların fiyatlarının aynı olması gerekir.
- Birçok ülkede ihraç mallarının fiyatlarının aynı olması gerekir.
- Özdeş (homojen) malların fiyatlarının dünyanın herhangi bir yerinde aynı olması gerekir.
- Birçok ülkede mağazada bulunan ve satış için hazır olan bir malın fiyatının değiştirilmemesi gerekir.
- Birçok ülkede hizmet sektörü fiyatlandırılmasının aynı olması gerekir.

5. Aşağıdakilerden hangisi Avrupa Merkez Bankasının faiz oranını artırması durumunda döviz piyasasında meydana gelmesi beklenen değişimi gösterir?

- Euronun değerinde düşme olur.
- Türk lirasının değerinde düşme olur.
- Türk lirasının değerinde artış olur.
- Türk lirası faiz oranları düşer.
- Türk lirası faiz oranları artar.

6. Aşağıdakilerden hangisi nominal döviz kurunu tanımlamaktadır?

- Bir ülkedeki faiz oranı ile diğer bir ülkedeki faiz oranı arasındaki farktır.
- Hazine bonosunun para birimine değiştirilme oranıdır.
- Hisse senedinin para birimine değiştirilme oranıdır.
- Bir ülkenin parasının bir başka ülkenin parası karşısındaki değeridir.
- Altının para birimine değiştirilme oranıdır.

7. Aşağıdakilerden hangisi bir ülkenin para biriminin nominal olarak değer kazanmasının sonucudur?

- Ülkenin başka ülkelerdeki mallarının fiyatı artar.
- Ülkenin başka ülkelerdeki mallarının fiyatı düşer.
- Ülkede satılan yabancı malların fiyatları artar.
- Ülkedeki emeğin maliyeti artar.
- Yurt dışında o ülkenin parasını tutmanın alternatif maliyeti artar.

8. Aşağıdakilerden hangisi dünyadan temel döviz piyasası merkezlerinden biri **değildir**?

- New York
- Londra
- Münih
- Tokyo
- Singapur

9. Aşağıdakilerden hangisi, satın alma gücü paritesine göre Türkiye'deki fiyat düzeyinin, Bulgaristan'daki fiyat düzeyinden daha az artması sonucu beklenen bir değişimdir?

- Türkiye'deki faiz oranları, Bulgaristan'dakinden daha yüksek olur.
- Türk lirası, Bulgar levası karşısında değer kaybeder.
- Bulgar levası, Türk lirası karşısında değer kaybeder.
- Türkiye'deki üretim verimliliği, Bulgaristan'daki verimlilikten daha yavaş artar.
- Türkiye'deki emeğin verimliliği, Bulgaristan'daki verimlilikten daha yavaş artar.

Yaşamın İçinden

10. Finansal yatırımını yerel mi yoksa yabancı piyasada mı yapacağına karar vermeye çalışan bir yatırımcı aşağıdaki faktörlerden hangisini dikkate alır?

- Yerel ve yabancı enflasyon oranları
- Yerel ve yabancı bütçe açıkları
- Yerel ve yabancı mallara olan nispi talepteki değişimi
- Yerel ve yabancı faiz oranları ve döviz kurunda beklenen değişimleri
- Yerel ve yabancı emek gücü maliyeti



20 Ocak 2011

Ekonomi

İhracatçıyı döviz kurundan koruyacak

Halkbank ile Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) ihracatçı firmaları döviz kurundaki dalgalanmalara karşı güvenceye almak amacıyla protokol imzaladı.

Protokol imza törenindeki konuşmasında Halkbank'ın TİM üyelerine forward işlemini piyasadaki en uygun teminat oranıyla yapma fırsatı sunduğunu vurgulayan Genel Müdür Hüseyin Aydın, ihracat bedellerini vadeli tahsil eden firmaların, son yıllarda döviz kurlarındaki özellikle aşağı yönlü dalgalanmaların etkisiyle büyük sıkıntı yaşadığını kaydetti. Bu protokolle TİM üyelerinin döviz kurlarındaki dalgalanmalardan etkilenmeksizin faaliyetlerini yürütebilmesini sağlamayı amaçladıklarını belirten Aydın, "Forward, ileri bir vadede gerçekleşecek döviz alım satım işleminde kurun, tarafların anlaşmasıyla çok daha önceden sabitlenmesini sağlayan bir enstrümandır. Bu ürünü kullanan ihracatçılarımız, herhangi bir nedenle kurlarda yaşanması muhtemel düşüşün ihracat döviz alacaklarının ₺ karşılığını azaltmasına engel olabilecektir. Bir diğer ifadeyle bu ürünü kullanan ihracatçı, işlem tutarı kadar döviz riskini bertaraf etmiş olacak, döviz kurundaki düşüşten olumsuz etkilenmeyecektir. Böylelikle çok daha etkin bir fiyatlama ve maliyet yönetimi yapabilme imkanına kavuşacak olan firmalar, bir bakıma rekabet avantajı da yakalayabileceklerdir" ifadelerini kullandı.

"BU KOŞULLARDA DAHA FAZLA İHRACATÇI FORWARD İŞLEMLERİNE YÖNELECEK"

TİM Başkanı Mehmet Büyükekşi, Forward işlemlere ilişkin protokol sayesinde üyelerin kur dalgalanmalarını takip etmeye harcadıkları mesaiyi üretim, finansman, pazarlama gibi faaliyetlere yönlendireceğini, böylece verimliliğin artacağını belirterek şu ifadeleri kullandı:

"İhracatçılarımız muhakkak kur risklerini hedge etmek zorundalar. Bu konuda ihracatçılarımızı daha fazla bilgilendirmek zorundayız. Bir bilgi eksikliği var. İhracatçılarımız ne yazık ki kur risklerini yeterince hedge etmiyorlar. Halbuki satış kadar, pazarlama kadar, üretim kadar, işin finansal yönünün idare edilmesi de son derece kritik. İhracatçılarımız, çok iyi kalitede üretim yapıyorlar, çok iyi pazarlama taktikleri kullanıyorlar. Ama

iş, döviz riski yönetimine gelince duraksıyorlar. Oysaki dalgalı kur sistemine sahibiz. Kurlar devamlı surette dalgalanıyor. Bu çalkantılı ortamda kur risklerinin yönetilmesi büyük önem taşıyor. Bu protokol ile bu işlemleri tekrar ihracatçıların gündemine getirmeyi ve bunu kolaylaştırmayı amaçlıyoruz.”

EN BÜYÜK SORUN DÖVİZ KURU

Büyükeksi, yapılan ihracatçı eğilim anketi sonuçlarına göre ihracatçıların en büyük sorununun yüzde 80 oranla döviz kuru olduğunu belirterek, buna rağmen ihracatçıların yüzde 57'si döviz riskini hedge için bir enstrüman kullanmadığını kaydetti. Bu oranın ilk 500'de yer alan firmalarda yüzde 50 iken ikinci 500'deki firmalarda yüzde 56 olarak gerçekleştiğini belirten Büyükeksi, daha küçük firmalarda ise bu oranın yüzde 63'e çıktığını kaydetti.

Okuma Parçası



21.08.2011

'Big Mac' kurları



Döviz kurunun denge değeri nedir? Son günlerde kur tartışması gene canlandı. Hoş, zaten hiç bitmemişti. Ben kendimi bildim bileli döviz kuru tartışılır. Her kur düzeyini ya aşırı yada düşük değerli bulan birileri mutlaka çıkar.

Ancak bu kez biraz daha heyecanlı geçiyor. Örneğin Merkez Bankası Başkanı da katıldı. Yazlıkta canlı yayını izleyemedim. Başçı mevcut düzeyi kıyasla yüzde 5-10 değer kazanabileceğini söylemiş.

“Kambersiz düşün olmaz” misali, ben de topa girmek istiyordum. Şansıma, The Economist iki sayı önce (30 Temmuz 2011) ünlü “Big Mac” döviz kuru endeksini yayınladı. Ayrıntılı tabloya internetten ulaşılıyor. Sonuçları ilginç buldum. Paylaşmakta yarar gördüm.

Çıplak endeks

Hatırlatalım. “Big Mac” özel bir hamburger. Dünyanın her yerinde tıpatıp aynı üretiliyor. Benzer dükkanlarda benzer kıyafetler giyen personel tarafından satılıyor. Böylece kalite ve miktar gibi ölçmeyi zorlaştıran sorunlar ortadan kalkıyor.

Son karşılaştırmada 25 Temmuz'da geçerli fiyat ve kurlar kullanılmış. Türkiye dahil 36 ülke ve euro bölgesi kapsanıyor. Yerli fiyat ABD fiyatına bölününce dolarla satınalma gücünü sağlayan kur bulunuyor. Sonra fiili kurla mukayese ediliyor.

Türkiye örneğini ile somutlaştıralım. Big Mac fiyatı ₺6.50; ABD'de ise 4.07 dolar. Buna göre iki fiyatı eşitleyen dolar kuru ₺1.60 çıkıyor. Halbuki fiili kur ₺1.72. Böylece ₺'nin yüzde 7 düşük değerli olduğu sonucuna varılıyor.

Parası değerli ülkelere bakalım. Zirvede Norveç var: yüzde 104. İsviçre frangı yüzde 98, İsveç kronası, yüzde 88, Brezilya reali yüzde 52, euro yüzde 21, Arjantin pesosu yüzde 19 ile izliyor.

Diğer uçta Hint rupeesi var: yüzde 53 düşük değerli. Onu yüzde 44'le yuan, yüzde 36 ile Tayvan lirası, yüzde 34'le ruble, yüzde 33'le Meksiko pesosu, yüzde 24'le Polonya zlotysi izliyor. ₺ listenin ortasında (37'de 19'uncu) yer alıyor.

Kişi başına gelirle düzeltme

Dergi bu yıl bir yenilik yapmış. Kur hesabını satınalma gücü paritesine göre kişi başına geliri ekleyerek yeniden yapmış. Basit ve akıllı bir yöntem. Elde edilen yeni kur gelir düzeyinin etkisini de yansıtıyor. İlginç şekilde, sıralama çok değişiyor.

Parası dolara kıyasla değerli ülkelerin zirvesine yüzde 149'la Brezilya tırmanıyor. Arjantin yüzde 101'le üçüncü, Türkiye (sıkı durun) yüzde 50 ile dokuzuncu sıraya yükseliyor. Norveç ise yüzde 46 ile onunculuğa iniyor. Euro da ₺'nin altında kalıyor: yüzde 36. Çıplak endekste yüzde 44 düşük değerli olan yuan ise düzeltme sonrasında yüzde 3 değerli çıkıyor. Yeni endekste sadece 5 ülke düşük değerli: Suudi Arabistan, Singapur, Tayvan, Hindistan ve Hong Kong.

Kaynak: Asaf Savaş Akat - akatas@bilgi.edu.tr

Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı

1. b Ayrıntılı bilgi için “Döviz Piyasası” konusuna bakınız.
2. e Ayrıntılı bilgi için “Döviz Piyasası” konusuna bakınız.
3. b Ayrıntılı bilgi için “Satın Alma Gücü Paritesi” konusuna bakınız.
4. c Ayrıntılı bilgi için “Satın Alma Gücü Paritesi” konusuna bakınız.
5. b Ayrıntılı bilgi için “Faiz Paritesi Teorisi” konusuna bakınız.
6. d Ayrıntılı bilgi için “Döviz Kurlarının Anlamı” konusuna bakınız.
7. a Ayrıntılı bilgi için “Döviz Kurlarının Anlamı” konusuna bakınız.
8. c Ayrıntılı bilgi için “Döviz Kurlarının Anlamı” konusuna bakınız.
9. c Ayrıntılı bilgi için “Satın Alma Gücü Paritesi” konusuna bakınız.
10. d Ayrıntılı bilgi için “Faiz Paritesi Teorisi” konusuna bakınız.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Döviz kurunun $1 \$ = 1.80 ₺$ düzeyinden $1 \$ = 2 ₺$ düzeyine yükselmesi, Türk lirasının değer kaybetmesi anlamına gelmektedir. Türk lirasının değer kaybetmesi, tüketiciler açısından kötüdür çünkü ithal edilen malların yurtiçindeki fiyatları artacaktır. Diğer yandan Türk lirasının değer kaybı, ihracat yapan firmaların mallarının fiyatlarının yabancı mallarına nazaran ucuzlatacağı için bu firmaların uluslar arası piyasalarda rekabet gücü artacaktır.

Sıra Sizde 2

Tek fiyat kanunu; piyasalar arası ulaşım maliyetinin sıfır olduğu ve ticaret sınırlamalarının olmadığı bir ekonomik ortamda, birbirinin özdeşi (homojen) olan iki ürünün farklı piyasalarda aynı fiyata satılması gerektiği anlamına gelmektedir. Tek fiyat kanunu satın alma gücü paritesinin temelini oluşturmaktadır. Ancak tek fiyat kanunu malların fiyatlarının aynı olması gerektiğini söylerken satın alma gücü paritesi fiyatlar genel düzeyini kapsayan bir teoridir. Uzun dönemde satın alma gücü paritesinin doğru olması için illa da tek fiyat kanununun geçerli olması gerekmemektedir. Bir ülkedeki mal ve

hizmetlerin fiyatı diğer ülkedeki fiyatlara göre geçici olarak yükselse bile, fiyatları yükselen ülkenin mallarına ve para birimine olan talep düşerek döviz kurunun satın alma gücüne göre belirlenmesi sağlanacaktır.

Sıra Sizde 3

Bir para biriminin satın alma gücü paritesinin üstünde yer aldığını söylemek, enflasyon oranlarındaki değişime bağlı olarak o para biriminin değer kaybetmesi gerektiği anlamına gelmektedir. Bir para biriminin satın alma gücü paritesinin altında veya üstünde olduğunu söylemek için farklı ülkelerdeki aynı mal gruplarına dayalı olarak fiyat düzeyi karşılaştırmaları yapmak gerekir.

Sıra Sizde 4

“Küresel piyasalarda, bir para biriminin başka bir para birimine nazaran daha yüksek faiz ödemesinin tek sebebi, o para biriminin değer kaybetme riskinin yüksek olmasıdır.” Bu yorum, faiz paritesi koşulunun tanımla uyumludur. Faiz paritesi koşuluna göre likidite, risk, vade yapısı gibi özelliklerinin birbirine özdeş iki tahvilin faiz oranları arasındaki fark döviz kurunun beklenen değerindeki değişimleri yansıtır. Bu koşulu aşağıdaki şekilde de gösterebiliriz;

Yerli bonolara ödenen faiz oranı = Yabancı bonolara ödenen faiz oranı - yerli para biriminin beklenen değer artışı

Örneğin Alman hazine bonolarına ödenen faiz oranı %4 ve Türk hazine bonolarına ödenen faiz oranı %8 ise, Türk lirasının % 4 değer kaybetmesi beklenmektedir.

Yararlanılan Kaynaklar

- Ball, L. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, Worth Publisher.
- Cecchetti, S. G. ve K.Schoenholtz. (2011), **Money, Banking and Financial Markets**, McGraw-Hill Irwin.
- Hubbard,R ve A. P. O'Brien. (2012). **Money Banking and the Financial System**, New York, Addison Wesley.
- Karasoy, A. (1996). **Para Kurulu Sisteminin Uygulanması**, TCMB Tartışma Tebliği No:9622.
- Ketenci, G. (2005). **Finansal Yeniliklerin Banknot Kullanımına Etkileri**, TCMB Uzmanlık yeterlilik Tezi.
- Krugman, P.R., M. Obstfeld ve M.J. Melitz. (2012). **International Economics-Theory and Policy**. Pearson Education Limited, England.
- Mishkin, F.S. (2010). **Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley.
- Şıklar, İ. (2004). **Para Teorisi ve Politikası**, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Şıklar, İ. (2010), **Finansal Ekonomi**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları.

6

Amaçlarımız

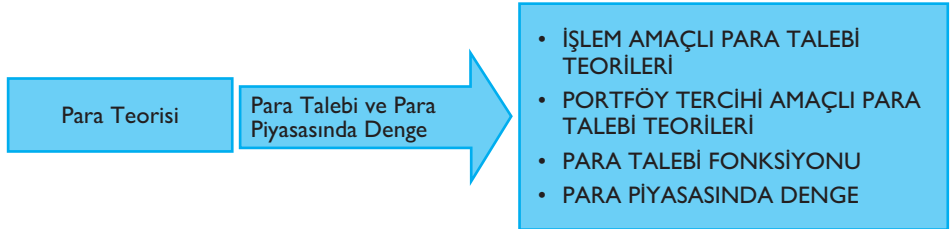
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Paranın sahip olduğu fonksiyonlara bağlı olarak para talebini belirleyen faktörlerin neler olduğunu açıklayabilecek,
- Klasik iktisat yaklaşımının para talebi konusundaki görüşlerini açıklayabilecek,
- Keynesyen yaklaşımın para talebi görüşleri ile Monetarist yaklaşımın para talebi görüşlerinin farklılıklarını açıklayabilecek,
- Para arzı ve talebinin bir araya gelmesi sonucunda para piyasasında denge- nin nasıl oluştuğunu açıklayabilecek bilgi ve becerilere sahip olacaksınız.

Anahtar Kavramlar

- Para Talebi
- Para Arzı
- Değişim Denklemi
- Miktar Teorisi
- Paranın Dolaşım Hızı
- Likidite Tercihi Teorisi
- Modern Miktar Teorisi
- Baumol ve Tobin Modeli
- Likidite Tuzağı
- Likidite Tercihi Teorisi
- Para Talebi Fonksiyonu
- Para Piyasasında Denge
- Denge Faiz Oranı

İçindekiler



Para Talebi ve Para Piyasasında Denge

Para talebini, ekonomik birimlerin farklı amaçlarla ellerinde bulundurmak istedikleri nakit para veya ödeme aracı olarak kullanabileceğimiz para benzeri diğer varlıkların toplamı olarak tanımlayabiliriz. İktisat teorisinde para talebinin özel bir yeri vardır. Merkez bankasının yönettiği para politikasındaki değişikliklerin ekonomi üzerinde yaratacağı etkilerin anlaşılmasında ilk adım para talebinin anlaşılmasıdır. Kitabımızda bu bölümden sonra gelen yedinci ve sekizinci bölümlerde sırasıyla “Para ve Ekonomik Faaliyetler” ve “Para ve Fiyatlar” konuları yer almaktadır. Eğer para talebinin nasıl oluştuğunu ve bu talebi etkileyen faktörlerin neler olduğunu bilirsek daha sonraki bölümlerde sıklıkla değineceğimiz para arzındaki değişikliklerin ekonomi üzerindeki etkisini daha rahat açıklayabiliriz.

Kitabımız ikinci bölümünde, paranın bir ekonomide yerine getirdiği işlevleri inceleyerek bu işlevleri yerine getiren her varlığın para tanımı kapsamında kabul edilebileceğini açıklamıştık. Paranın bir ekonomide yerine getirdiği üç temel işlevin ise sırasıyla değişim aracı olma, hesap birimi olma ve değer muhafaza aracı olma işlevleri olduğunu belirtmiştik. Bu bölümde, paraya ilişkin analizimizi bir adım daha ileriye götürerek ekonomik birimlerin ellerinde para bulundurmalarının sebeplerinin neler olduğunu ve paranın temel işlevleri ile talep edilen para miktarı arasında nasıl bir ilişki olduğunu açıklamaya çalışacağız. Para talebini açıklamak için geçtiğimiz yüzyıl boyunca değişik iktisatçılar tarafından geliştirilen para talebi teorilerinden faydalanacağız. Ardından, para talebi ve para arzının bir araya gelerek para piyasasında dengeyi nasıl oluşturduğunu inceleyeceğiz. Para talebinde ve para arzında meydana gelen değişikliklerin ekonomi üzerindeki etkilerinin tartışılması ile bölümümüz sonlandırılacaktır.

İŞLEM AMAÇLI PARA TALEBİ TEORİLERİ

Paranın bir ekonomide yerine getirdiği birçok işlevi vardır. Para; bir değişim aracıdır, bir hesap birimidir ve bir değer muhafaza aracıdır. Para talebine ilişkin ilk geliştirilen teoriler paranın bir değişim aracı olma işlevi üzerine odaklanmışlardır ve hane halkı ve şirketlerin parayı işlemlerinde kullanmak amacıyla talep ettiklerini savunmuşlardır. Bu teoriler; hisse senedi, tahvil gibi getirisi yüksek varlıklar yerine getirisi sifıra yakın olan paranın neden talep edildiğini en iyi açıklayan teorilerdir. İşlem amaçlı para talebi teorilerine klasik iktisat görüşünün *para talebinin miktar teorisini* açıklayarak başlayacağız. Ardından Keynesyen görüşe sahip iki iktisatçı-

nın William Baumol ve James Tobin'in birbirinden bağımsız olarak geliştirmelerine karşın ekonomi yazınında *Baumol ve Tobin'in nakit yönetimi modeli* olarak bilinen yaklaşımı inceleyeceğiz.

Klasik Para Talebi Teorisi

Para talebiyle ilgili klasik görüş, paranın işlemlerde kullanımı üzerinde durmakta ve para talebini belirleyen temel faktörün gelir olduğunu kabul etmektedir. Gelir düzeyi yükselen ekonomik birimler ellerinde daha fazla miktarda para tutmak isteyeceklerdir. İkinci bölümde gördüğümüz gibi klasik teori para miktarı ile fiyatlar genel düzeyi arasında doğru yönlü bir ilişki olduğunu kabul eder. Klasik para talebi teorisinde iki farklı yaklaşım vardır. Bunlardan Fisher yaklaşımı esas olarak paranın değişim aracı olma işlevi üzerinde durur. Bu yaklaşım, ekonomik birimlerin parayı elde tutarak hiçbir fayda sağlamadıklarını sadece parayı kullanarak satın alınan mal ve hizmetlerden fayda sağlanacağını savunmaktadır. Buna göre, para talebinin asıl sebebi işlem amaçlıdır. Klasik yaklaşımın para talebine getirdiği yaklaşımlardan ikincisi ise Cambridge yaklaşımıdır. Bu yaklaşımda ekonomik birimlerin para talep etmelerinin sebebi olarak paranın değişim aracı olması işlevine ek olarak paranın değer saklama işlevi de esas kabul edilmiştir.

Fisher Yaklaşımı

1900'lü yılların başlarında Yale Üniversitesinde görev yapan Amerikalı iktisatçı Irving Fisher **paranın dolaşım hızı** adını verdiği değişkeni içeren bir para talebi teorisi geliştirmiştir. Bu yaklaşım, para talebi ile ilgili teorik çalışmalarının başlangıç noktası olarak kabul edilmektedir. Paranın sadece bir değişim aracı olarak kabul edildiği Fisher yaklaşımına ikinci ünitenin sonunda giriş yapmıştık. Hatırlayacağımız gibi, paranın sadece değişim aracı olma işlevine sahip olduğunu kabul eden Fisher yaklaşımı, toplam harcamalar ile para arzı arasında bağlantı kuran bir özdeşlik niteliğindedir. Bu yaklaşımda, bir birim paranın yılda ortalama kaç kez el değiştirdiği **paranın dolaşım hızı (V)** olarak kabul edilmektedir. Paranın dolaşım hızı gözlenebilen bir değişken değildir ve ölçülemez. Bu yaklaşımda, ölçülebildiği kabul edilen üç değişken yardımıyla paranın dolaşım hızı türetilmiştir. Bu üç değişken sırayla ekonomideki para miktarı (M), fiyatlar genel düzeyi (P) ve ekonomide yapılan toplam işlem miktarını (T) belirleyen gelir düzeyi (Y) olarak belirtilebilir. Bu üç değişken arasından fiyatlar genel düzeyi (P) ve ekonomide yapılan toplam işlem miktarının (T) çarpımı bize o ekonomide toplam harcama miktarını (P.T) vermektedir. Bu üç değişkene bağlı olarak paranın dolaşım hızı (V) aşağıdaki şekilde gösterilmiştir:

$$V = \frac{P \cdot T}{M}$$

Örneğin, bir yıl içerisinde gerçekleşen toplam harcama miktarının 2000 lira olduğu bir ekonomide para miktarımız 500 lira ise bu ekonomide, toplam harcama miktarı olan 2000 lirayı, para miktarı 500 liraya bölerek paranın dolaşım hızının 4 olduğunu söyleyebiliriz. Bir başka ifadeyle bu ekonomide her bir lira ortalama olarak 4 kez nihai mal ve hizmetlerin satın alınmasında kullanılmıştır.

Yukarıdaki eşitliğin her iki tarafını da M ile çarparak **paranın değişim denklemi** adı verilen özdeşliğe ulaşabiliriz:

$$M \times V = P \times T$$

Paranın Dolaşım Hızı: Bir ekonomide var olan para miktarının, üretilen toplam mal ve hizmetleri satın almak için belirli bir süre içerisinde ortalama olarak kaç defa el değiştirdiğini gösteren değişkendir.

Paranın değişim denklemi, para miktarı ile bu paranın yılda kaç kere el değiştirdiğini gösteren rakam ile çarpılması sonucu elde edilen değer ekonomideki toplam harcamalar düzeyine eşit olması gerektiğini ifade etmektedir. İkinci ünite de belirttiğimiz gibi yukarıda yer alan ifade gözlenemeyen dolaşım hızı değişkeninin diğer üç değişkenin kullanılması yoluyla türetilmesidir ve ancak Fisher'in paranın dolaşım hızının bir birim paranın mal ve hizmet satın almak için ortalama olarak kaç kez el değiştirdiği olarak tanımlamasının doğru kabul edilmesi durumunda geçerli olacaktır. Bu sebeple yukarıdaki ifade özdeşlik biçiminde yazılmıştır.

Değişim denklemi, eşitliğin sol yanında yer alan para miktarındaki artışın eşitliğin sağ yanında yer alan toplam harcamalar miktarında bir artış mı yaratacağı yoksa toplam harcamaların miktarının sabit kalarak paranın dolaşım hızının mı düşeceği konularında bir bilgi vermemektedir. Özdeşlik şeklinde ifade edilen değişim denkleminin para talebi teorisine dönüştürülebilmesi için dolaşım hızının belirlenmesinde etkili olan faktörlerin açıklanması gerekmektedir.

Irving Fisher, paranın dolaşım hızının insanların günlük, haftalık, aylık gibi hangi sıklıkla ücretlerinin ödendiği, harcama alışkanlıklarına bağlı olarak ne sıklıkla alışveriş yapıldığı ve ödemeler sisteminin kurumsal özellikleri gibi faktörlere bağlı olarak belirlendiğini savunmuştur. Bir ekonomideki toplam alışveriş miktarı aynı zamanda bu ekonomide elde edilen gelir düzeyini göstermektedir. Fisher'e göre bu faktörler zaman içerisinde oldukça yavaş bir değişim göstermektedir. Bu nedenle paranın dolaşım hızının sabit olduğunu iddia etmiştir.

Değişim Denkleminden Paranın Miktar Teorisine Geçiş: Dolaşım hızının sabit olduğu yönünde yaptığımız bu varsayım ile birlikte miktar denklemi miktar teoremine, özdeşliğimiz ise eşitliğe dönüştürmüştür.

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

Eşitlikte, V değişkeni üzerinde bulunan yatay çizgi bu değişkenin sabit olduğu şeklindeki varsayımımızı, Y değişkeni ise toplam üretim düzeyini göstermektedir. Yukarıda yer alan eşitliği ekonomideki toplam harcamalara bağlı olarak para talebinin nasıl belirlendiğini gösteren bir teoriye dönüştürmek için eşitliğin her iki tarafını da paranın dolaşım hızını gösteren V değişkenine bölersek şöyle olur:

$$M = \frac{1}{V} \times P \cdot Y$$

Para piyasasının dengede olması durumunda ekonomide var olan para arzı ile elde tutulan para miktarı tutarı birbirine eşit olacaktır. Bu bilginin ışığında değişim denkleminde yer alan toplam para miktarı (M) yerine toplam para talebi (M^d) kullanabiliriz. Bu değişiklik yardımıyla Fisher'in değişim denklemini kullanarak ekonomik birimlerin para talebini gösteren eşitliğe ulaşmış oluruz.

$$M^d = \frac{1}{V} \times P \cdot T$$

Fisher yaklaşımında paranın dolaşım hızı sabit kabul edildiği için, toplam harcamalarda meydana gelen bir artış para talebini arttıracak, toplam harcamaların azalması durumunda ise para talebi azalacaktır. Görüldüğü gibi, Fisher yaklaşımında para talebi sadece harcamalar ile ilişkilendirilmiştir ve gelir düzeyinin bir fonksiyonu olarak kabul edilmiştir. Faiz oranlarının ise para talebi üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır.

Miktar Teorisi ve Fiyatlar: Klasik iktisatçılar ekonomide tam rekabet şartlarının geçerli olduğunu ve ekonomideki ücret ve faiz oranlarının artış ve azalış yönünde tam esnek olduğunu kabul ederler. Yine klasik iktisatçılara göre “her arzın kendi talebini yaratacağı” şeklinde özetlenebilecek “Say Yasası” geçerlidir ve bir ekonomideki üretim sürekli olarak tam istihdam düzeyinde seyretmektedir. Klasik iktisat görüşlerini benimseyen Fisher’e göre bir ekonomideki üretim düzeyi özellikle kısa dönemde sabit olarak kabul edilebilir. Değişim denklemizdeki eşliğin her iki yanında yer alan değişkenleri üretim düzeyini gösteren (Y) değişkenine bölersek, ekonomideki fiyat düzeyini aşağıdaki şekilde yeniden yazabiliriz:

$$P = \frac{M \times \bar{V}}{\bar{Y}}$$

Görüldüğü gibi üretim düzeyini sabit tutmamızın sonucunda V değişkenine ek olarak Y değişkeninin de üzerine yatay bir çizgi ekleyerek bu değişkenin sabit olduğu yönündeki varsayımımızı göstermiş oluyoruz. Değişim denklemini kullanarak elde ettiğimiz fiyat düzeyini belirleyenleri gösteren yukarıdaki eşitlik dolaşım hızı (V) ve üretim düzeyinin (Y) sabit olması durumunda para arzında meydana gelen her türlü değişikliğin doğrudan fiyatlar düzeyine yansıtacağını göstermektedir.

Bu bölümün başlangıcında paranın dolaşım hızının anlaşılmasını kolaylaştırmak için verdiğimiz örnekte ekonomideki toplam harcama miktarımızın 2000 lira, para arzımızın 500 lira ve dolaşım hızının 4 olduğunu söylemiştik. Bu örnekte fiyat düzeyimiz 1’e eşit olacaktır.

$$P = 1 = \frac{500 \times 4}{2000}$$

Bu ekonomide para arzının ikiye katlanarak 500 lira yerine 1000 lira düzeyine çıktığını düşünelim. Bu durumda fiyat düzeyi iki kat artarak 2 seviyesine çıkacaktır.

$$P = 2 = \frac{1000 \times 4}{2000}$$

Bir başka ifadeyle, klasik iktisatçılar **paranın miktar teorisini** kullanarak fiyatlardaki değişimleri açıklamaktadırlar. Bu yaklaşıma göre para arzındaki artış oransal ve doğru yönlü olarak fiyatlara yansıtacaktır.

Miktar Teorisi ve Enflasyon: Miktar teorisini kullanarak para arzındaki değişikliklerin enflasyon üzerindeki etkisini ikinci bölümde göstermiştik. Burada aynı konu hatırlatmak amacıyla kısaca ele alınacaktır. Matematik dersimizden hatırlayabileceğimiz gibi birbiri ile çarpılan iki değişkenin yüzde değişimleri bu iki değişkenin her birinin yüzde değişiminin toplamına eşittir.

$$(x \times y)'nin \text{ yüzde değişimi} = (x'in \text{ yüzde değişimi}) + (y'nin \text{ yüzde değişimi})$$

Yukarıdaki matematik formülü yardımıyla değişim denkleminizi aşağıdaki şekilde yeniden yazabiliriz:

$$\% \Delta M + \% \Delta V = \% \Delta P + \% \Delta Y$$

İkinci bölümde açıkladığımız gibi Δ sembolü, delta olarak okunmaktadır ve değişim miktarını ifade etmek için kullanılmaktadır. Klasik iktisadi görüşün temel varsayımlarına bağlı olarak dolaşım hızı (V) değişkeninin sabit olduğunu kabul

edersek bu değişkenin yüzde değişimi sifıra eşit olacaktır. Fiyatlardaki yüzde değişim ise enflasyon (π) oranına eşittir. Bu durumda klasik miktar teorisine göre para ile enflasyon arasındaki ilişkiyi açıklayan aşağıdaki eşitliğe ulaşabiliriz:

$$\pi = \% \Delta P = \% \Delta M - \% \Delta Y$$

Bu eşitliğe göre, para arzı miktarı reel GSYH'nin büyüme oranından daha hızlı artarsa enflasyona sebep olacaktır. Örneğin ekonomimizin %5 büyüdüğü bir ortamda, Merkez Bankası para arzını %8 artırırsa bu ekonomideki enflasyon oranı %3 (= %8 - %5) olacaktır.

Değişim denkleminin bir özdeşlik olarak kabul edilmesinin nedeni nedir? Irving Fisher'in değişim denkleminde bir para talebi teorisi yaratmak için yaptığı temel varsayım nedir?



Cambridge Yaklaşımı

Irving Fisher ile hemen hemen aynı zamanlarda İngiltere'deki Cambridge Üniversitesinde aralarında Alfred Marshall ve A. Cecil Pigou gibi iktisatçıların bulunduğu bir grup klasik iktisatçı, Cambridge yaklaşımı adı verilen miktar teorisinin alternatif bir versiyonunu geliştirmişlerdir. Fisher'in değişim denklemini kullanarak Cambridge yaklaşımının para talebi fonksiyonuna ulaşabiliriz.

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

Bu eşitlikte toplam para miktarı yerine toplam para talebini kullanarak bu değişkeni eşitliğin sol tarafında yalnız bırakırsak Fisher para talebi denklemini elde ederiz.

$$M^d = \frac{1}{V} \times P \cdot Y$$

Bu denklemde $k = 1/V$ olarak kabul edersek Cambridge yaklaşımının para talebi denklemini elde etmiş oluruz.

$$M^d = k \times P \cdot Y$$

Fisher yaklaşımında olduğu gibi bu denklemde de M^d para talebini, P fiyatlar genel düzeyini, Y ise geliri göstermektedir. Cambridge'in k 'si olarak da bilinen k değişkeni ise ekonomik birimlerin nominal gelirlerinden nakit olarak buldukları miktarın oranını göstermektedir. Cambridge yaklaşımında, ekonomik birimler hangi oranda para tutmak istedikleri konusunda tercih yapma hakkına sahiptir.

Fisher ve Cambridge yaklaşımları sonucunda elde edilen para talebi denklemi birbirine oldukça yakın olsa da bu denklemi elde etmek için kullanılan yaklaşımlar önemli farklılıklar göstermektedir. Cambridge yaklaşımı, ekonomik bireylerin para tutmak istemelerini açıklarken onların tercih yapma davranışlarını da modele dâhil etmiştir. Buna göre ekonomik birimlerin ellerinde para tutmak istemelerinin iki temel nedeni vardır. Birincisi, paranın değişim aracı olma işlevine sahip olması ve ikincisi paranın servet biriktirme aracı olarak kullanılmasıdır.

Görüldüğü gibi, hem Irving Fisher hem de Cambridge Üniversitesinin ekonomistleri aynı dönemlerde para talebinin sadece gelirin bir fonksiyonu olduğunu savunan klasik bir yaklaşım geliştirmişlerdir. Bu iki yaklaşımın birbirinden ayrıldığı en temel nokta, Cambridge yaklaşımının ekonomik birimlerin tercihlerini vurgula-

Cambridge'in k 'si olarak da bilinen k değişkeni ise ekonomik birimlerin nominal gelirlerinden nakit olarak buldukları miktarın oranını göstermektedir.

ması ve faiz oranlarının para talebi üzerindeki etkisini tamamen yok saymaması olarak belirtilebilir.

SIRA SİZDE

2

Bankacılık sistemini düzenleyen üst kurulun kredi kartı kullanımını yasaklaması durumunda paranın dolaşım hızı nasıl etkilenecektir?

Baumol ve Tobin'in Nakit Yönetimi Modeli

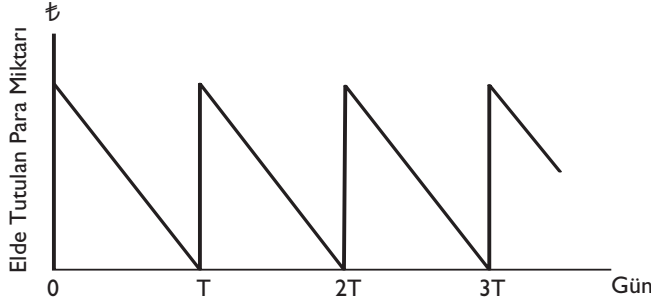
William Baumol ve James Tobin 1950'lerde birbirlerinden bağımsız olarak para tutmanın maliyet ve faydalarını analiz eden benzer para talebi teorilerini geliştirmişler. Keynes'in geliştirdiği görüşleri takip etmeleriyle bilinen bu iki iktisatçının teorileri zaman içinde **Baumol ve Tobin'in nakit yönetimi** adıyla anılmaya başlamıştır. Bu yaklaşımda, para tutmanın faydası rahatlık ve kolaylıktır. Bireyler günlük harcamalarında kullanmak için para tutarlar. Bu rahatlığın maliyeti ise kaybedilen faiz geliridir. Baumol ve Tobin'in geliştirdiği model ekonomik birimlerin bu fayda ve maliyetler arasında nasıl tercih yaptıklarını açıklamaya çalışmaktadır. Bu yaklaşımın kendisinden daha önce gelen diğer işlem teorilerinden en önemli farkı, ekonomik birimlerin işlemlerinde kullanmak için talep ettikleri para miktarının sadece gelir düzeylerinden değil aynı zamanda faiz oranlarının seviyesinden de etkilendiğini ortaya koymasıdır. Baumol ve Tobin modellerini geliştirirken dönemlik olarak bir kere gelir elde eden ve ardından dönem boyunca bu gelirini harcayan varsayımsal bir bireyi ele almışlardır. Biz de benzer bir şekilde, Baumol ve Tobin modelini anlatırken "Deniz Bey" isminde varsayımsal bir kişinin, para tutma kararlarını etkileyen faktörleri analiz edeceğiz.

Deniz Bey, aylık olarak gelir elde etmekte ve bu gelirinin ne kadarını nakit olarak ne kadarını da bankada mevduat olarak tutacağına karar vermektedir. Deniz Bey'in maaşının iş yeri tarafından her ayın ilk günü banka hesabına yatırıldığını kabul edelim. Deniz Bey gelirinden nakit olarak tutmak istediği kısmı **otomatik vevne makinesini** (ATM-Automatic Teller Machine) kullanarak hesabından çekmektedir. Deniz Bey'in günlük olarak ulaşım ve yemek için harcadığı para 20 liradır. Otomobil kredisi, kira gibi diğer harcamaları, bankaya verdiği otomatik ödeme talimatı aracılığıyla doğrudan hesabından kesilmektedir. Bir diğer ifadeyle Deniz Bey'in günlük olarak yanında taşımak isteyeceği para miktarı en az 20 lira olacaktır.

Deniz Bey aylık gelirinin bir kısmını nakit olarak tutacak, bir kısmını da gelir getiren finansal varlıklara (bono gibi) yatıracaktır. Bu kararı verirken etkili olan faktörler sırasıyla şu şekilde sıralayabiliriz: (i) ATM'ye giderken harcadığı zaman ve paraya bağlı olarak oluşan maliyet, (ii) Deniz Bey'in harcamalarının miktarı, (iii) gelirini nakit olarak taşırsa parayı çaldırma veya kaybetme ihtimali ve (iv) elde nakit tutmanın fırsat maliyeti adını verdiğimiz, para yerine başka bir varlık tutmamız durumunda elde edeceğimiz faiz getirisinin vazgeçme olarak, belirleyebiliriz.

Deniz Bey'in ATM'ye gitme sıklığını testere ağzına benzeyen Şekil 6.1 aracılığıyla gösterebiliriz. Deniz Bey, her T günde bir ATM'ye gitmekte ve para çekmektedir. Örneğin T=1 ise Deniz Bey her gün ATM'ye gitmektedir. T=7 ise, Deniz Bey haftada bir kere ATM'ye gitmektedir. Deniz Bey'in ATM'den ne kadar para çekeceği, ATM'ye gitme sıklığına bağlı olarak değişecektir. Günlük olarak 20 lira harcadığına göre, ATM'ye her bir gidişte 20 lira×T kadar para çekmesi gerekecektir. Yani ATM'ye her gün gidiyorsa (T=1 ise), her bir gidişinde sadece 20 lira çekecek, ancak haftada bir kere gidiyorsa (T=7 ise) 140 lira çekecektir. Bu durumda hafta başında çektiği 140 lirası her gün 20 lira azalacak ve yedinci günün sonunda Deniz Bey'in elinde hiç nakit kalmayacaktır.

Şekil 6.1



Ay boyunca tüm parasını nakit tutan birinin nakit dengesi

Deniz Bey'in, bir ay boyunca ATM'ye kaç gire gitmesi gerektiğini hesaplamak için ATM'ye daha sık gitmenin maliyeti ile elde nakit tutmanın fırsat maliyeti arasında bir karşılaştırma yapması gerekmektedir. ATM daha sık gitmesi durumunda daha fazla zamanını yolda harcaması gerekecektir. Elde nakit tutmanın fırsat maliyeti ise para dışındaki varlıkların getirisini gösteren nominal faiz oranı ve nakit olarak tuttuğu miktarın çalınması veya kaybolması olasılığına bağlıdır. Şimdi sırasıyla bu maliyetlere biraz daha ayrıntılı bakalım.

Deniz Bey, ATM'den her para çekişinde ATM'nin bulunduğu yere kadar gitmesi gerekecek, sıra bekleyecek ve bir zaman maliyeti ile karşı karşıya kalacaktır. Buna ek olarak, kendi bankası dışında başka bir bankanın ATM'sini kullanıyorsa her işlem başına belirli bir komisyon ödemesi gerekecektir. Gelirin daha az bir kısmını nakit olarak tutmaya karar verirse belirttiğimiz bu etkenlere bağlı olarak Deniz Bey'in para çekme maliyeti de artacaktır. Basitlik sağlamak amacıyla, Deniz Bey'in ATM'den her para çekişinin 1 lira maliyet yarattığını düşünelim. Deniz Bey, ATM'den günde bir defa para çekiyorsa ($T=1$), yıllık olarak para çekme maliyeti 1 lira \times 365 = 365 lira olacaktır. Ancak haftada bir kere para çekiyorsa yıllık para çekme maliyeti 1 lira \times 52 = 52 lira olacaktır. Yani bir yılda 365 gün varsa Deniz Bey yılda $365/T$ kere ATM'ye gidecek ve ATM'ye gitme maliyeti $365/T \times 1$ lira'ya, bir başka ifadeyle $365/T$ liraya eşit olacaktır.

Deniz Bey'in nakit tutmasına bağlı olarak karşılaşacağı fırsat maliyetini açıklamak için, gelirini nakit tutmak yerine bir finansal varlığa yatırması durumunda elde edeceği faiz getirisinin %5'e eşit olacağını varsayalım. Deniz Bey haftada bir kere bankaya gitmesi durumunda, bankadan 140 lira çekiyor ve günlük işlemlerine bağlı olarak bu paranın her gün 20 lirası harcanıyor ve yedinci günün sonunda elinde sıfır lira kalıyordu. Bu örnek üzerinden devam edersek Deniz Bey'in elinde bulunan para miktarı 0 lira ile $20 \text{ lira} \times T$ arasında değişen bir değerde seyretmektedir. Basitlik sağlamak amacıyla Deniz Bey'in elinde ortalama olarak $[(0 \text{ lira} + (20 \text{ lira} \times T))/2] = 10 \text{ lira}$ kadar nakit bulunduğunu söyleyebiliriz. Yani, Deniz Bey haftada bir kere ATM'ye gidiyorsa, haftada ortalama 10 lira nakit bulundurmaktadır. Eğer bu parayı nakit tutmak yerine %5 getirisi olan bir finansal varlıkta değerlendirseydi, Deniz Bey bu 10 lira üzerinde faiz getirisi elde edecekti. Bu durumda Deniz Bey'in vazgeçtiği faiz getirisinin miktarını aşağıdaki şekilde gösterebiliriz:

$$[(0 \text{ lira} + (20 \text{ lira} \times T))/2] \times 0,05 = 10 \text{ lira} \times T \times 0,05$$

Deniz Bey her gün bankaya gidiyorsa ($T=1$) kaybettiği fırsat maliyeti 0,5 lira olacaktır. Deniz Bey haftada bir kere bankaya gidiyorsa ($T=7$) kaybettiği fırsat maliyeti 3,5 lira olacaktır, Deniz Bey gelirinin tamamını aybaşında bankadan çekip ay boyunca bir daha bankaya uğramıyorsa ($T=30$) fırsat maliyeti 15 lira olacaktır.

Yukarıda verilen bilgiler eşliğinde, günlük olarak 20 lira harcayan Deniz Bey'in, para dışındaki varlıkların getirisinin % 5 olduğu bir ekonomik ortamda, yıllık maliyetini aşağıdaki gibi gösterebiliriz:

$$\begin{aligned} \text{Maliyet} &= \text{ATM'ye Gitme Maliyeti} + \text{Fırsat Maliyeti} \\ &= (365/T \times 1 \text{ lira}) + (0,50 \times T) \end{aligned}$$

Baumol ve Tobin'in nakit yönetimi modeli elde para tutmanın maliyetini yukarıdaki şekilde hesaplamaktadır. Bu maliyete bağlı olarak örneğimizdeki Deniz Bey veya gerçek hayatta diğer ekonomik birimler elde para tutmanın faydaları ile maliyetlerini karşılaştıracak ve kendilerini için en ideal düzeyde ATM'ye gitme sıklığını bulacaklardır. Yani para talebini belirlerlerken bu fayda ve maliyetin karşılaştırılması sonucu oluşan fikir önemli olmaktadır. Bu maliyeti etkileyen faktörler nelerdir? Bir başka ifadeyle hangi faktörler bu maliyeti artırarak elde tuttuğumuz para miktarını azaltmaktadır?

Sırasıyla bu faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz: Birincisi, nominal faiz oranlarıdır. İkincisi, bankaya (ATM) gitmenin maliyetinde meydana gelecek artışlardır. Üçüncüsü, Deniz Bey'in harcamalarındaki artıştır. Son olarak kaybetme veya hırsızlık ihtimalinin artması da bu maliyeti arttıracaktır. Buraya kadar varsayımsal bir kişinin para talebinden bahsettik. Ancak bu örnekten yol çıkarak Baumol ve Tobin'in modelinde para talebi miktarı üzerinde etkili olan faktörleri faiz oranları, nakite ulaşmanın maliyeti ve harcamalarımızı belirleyen gelir düzeyimiz olarak belirleyebiliriz. Aşağıdaki Tablo 6.1'de Baumol ve Tobin'in Nakit Yönetimi modelinde para talebini belirleyen faktörler ve bu faktörlerin para talebi üzerindeki etkilerinin yönü gösterilmiştir.

Tablo 6.1

Baumol Tobin'in Nakit Yönetimi Modelinde Para Talebini Belirleyen Faktörler

Kaynak: Dean Croushore, (2006). "Money and Banking: A Policy-Oriented Approach" Houghton Mifflin Company, s.314.

Aşağıdaki Değişkenlerdeki Artışın	ATM'ye (Bankaya) Gitme Sıklığı Üzerindeki Etkisi	Para Talebi Üzerindeki Etkisi
Nominal Faiz Oranları, i	Arttırır	Azaltır
Para Çekmenin Maliyeti	Azaltır	Arttırır
Harcamalar	Arttırır	Arttırır
Çalınma ve kaybetme riski	Arttırır	Azaltır

Yaşamın İçinden: Paranın Dolaşım Hızı

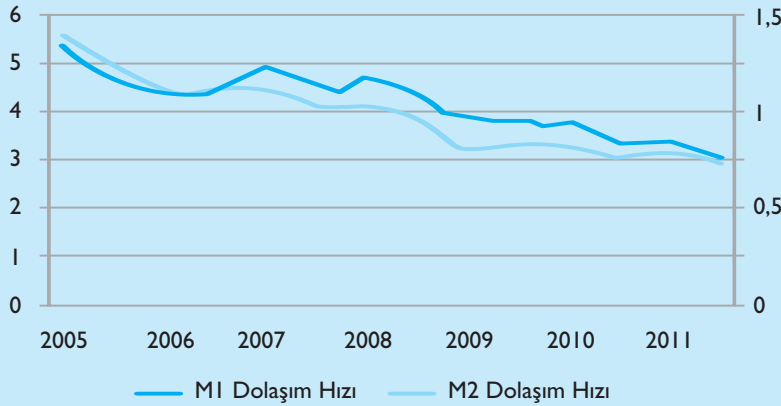
Amerika'daki konut piyasalarında oluşan balonun patlaması ile başlayan ve kısa sürede önce Avrupa Birliği ülkelerinin ekonomilerini ve ardından dünya ekonomisinin etkisi altına alan Küresel Kredi Krizinin etkilerinin ülkemizde de yoğun bir şekilde hissedildiği 2009 yılında televizyonlarda "Türkiye Reklam Konseyi" tarafından bir reklam kampanyası başlatılmıştı. "Alın verin ekonomiye can verin" ismini taşıyan bu reklam kampanyasında verilen temel mesaj

ekonomide bir simit olsun alırsanız, barcamanız o simitle sınırlı kalmaz, simit satanın simit fırınından aldığı simit miktarı artar, fırının un üreticisine yaptığı ödemeler artar, un üretici buğday alır şeklinde devam eden bir dizi etki yaratacağıdır. Bir başka ifadeyle ekonomideki alışveriş miktarının artmasına bağlı olarak paranın ekonomi içinde dolaşımının artacağı ve ekonominin aktiviteler canlanacağı teması üzerine kurulmuştur bu reklam kampanyası. Gerçekten de, ekonomik aktivitelerin daralma yaşadığı dönemlerde paranın dolaşım hızının aldığı değer düşerken, ekonominin canlandığı dönemlerde bu değer artmaktadır.

Aşağıda yer alan grafikte Türkiye ekonomisinde 2005 ile 2011 yılları arasında sırasıyla M1 ve M2 para arzı tanımlarına göre hesapladığımız paranın dolaşım hızı değerleri yer almaktadır. Paranın dolaşım hızını hesaplarken bu dönem içerisinde gerçekleşen GSYH rakamları sırasıyla M1 ve M2 rakamlarına bölünmüştür. Dolaşım hızının hesaplanmasında kullandığımız seriler mevsimsel etkilerden arındırılmıştır. Mevsimsel etkileri devreye sokmamız durumunda dolaşım hızının gösterdiği değişiklik daha da artacaktır.

Şekil 6.2

Paranın Dolaşım Hızı



Kaynak: www.tcmb.gov.tr-EVDS

PORTFÖY TERCİHİ AMAÇLI PARA TALEBİ TEORİLERİ

Para talebini işlem amacına bağlı olarak açıklayan teoriler, para talebindeki gözlenen değişimleri tam olarak açıklayamamaktadır. Para talebini belirleyen faktörleri daha etkili bir şekilde açıklayabilmek amacıyla Fisher'den sonra birçok iktisatçı bu konuda çalışmaya devam etmiştir. Portföy tercihi amaçlı para talebi teorileri başlığı altında ele alacağımız bu yaklaşımların ortak noktası, ekonomik birimlerin para talebinde bulunurken paranın değişim işlevinin yanı sıra paranın değer saklama işlevinden de faydalanmaya çalıştıklarını kabul etmeleridir. Bildiğiniz gibi değer saklama işlevine sahip tek varlık para değildir. Tahvil, hisse senedi gibi para dışındaki diğer finansal varlık ve bina, arsa gibi reel varlıklar da değer saklama işlevine sahiptir. Ekonomik birimler değer saklama amacıyla elde tutmak istedikleri para miktarına, para ile para dışındaki varlıkların elde tutulmasının fayda ve maliyetine bağlı olarak karar vereceklerdir. Bu karar alma süreci bizi, üçüncü ünite de faiz oranlarının belirlenmesi konusunu açıklarken incelediğimiz portföy tercihi teorisine götürmektedir.

Kitabımızın üçüncü ünitesinde; varlık talebinin servet, beklenen nispi getiri ve likidite faktörlerine bağlı olarak artacağını, risk faktörüne bağlı olarak da azalacağını açıklayan portföy tercih teorisini anlatmıştık. Portföy tercihi teorisinde elde ettiğimiz sonuçların para talebi içinde geçerli olduğunu söyleyebiliriz. Bu bölümde, önce portföy tercihi teorisini hatırlamak amacıyla bu teorinin temel unsurlarını kısaca bir şekilde tekrar ele alacağız. Ardından, para talebinin belirlenmesi sürecinde işlem amacının yanı sıra portföy dağılımı kararlarını da dâhil eden *Keynesyen para talebi teorisi* ile Friedman tarafından geliştirilen *modern miktar teorisini* açıklayacağız. Son olarak bu iki yaklaşımın karşılaştırmasını yaparak bölümü tamamlayacağız.

Portföy Tercihini Belirleyen Etkenler: Tasarruflarımızı değerlendirmek için para, altın, hisse senedi, tahvil ve benzeri bir çok seçeneğimiz vardır. Peki bu varlıklardan hangisini tercih edeceğiz? Bir başka ifadeyle portföyümüz oluştururken bu portföye dâhil edeceğimiz varlıklara olan talebimizi hangi değişkenler belirlemektedir. Tasarruflarımızı veya gelirimizi bir varlığa yönlendirirken dört faktör etkilidir. Bu dört faktörü kitabımızın üçüncü ünitesinde faiz oranının belirlenmesi başlığı altında açıklamıştık. Burada sadece hatırlatmak amacıyla bu dört faktörden kısaca bahsedelim.

Portföy tercihimizi belirleyen birinci faktör **servettir**. Servet, bir bireyin sahip olduğu tüm varlıkları içeren kaynaklar toplamı olarak tanımlanır. Servetteki bir artış varlığın talep edilen miktarında bir artışa yol açması beklenir. İkinci faktörümüz **beklenen getiridir**. Bir varlığı satın almaya karar verirken o varlıktan ne kadar getiri elde etmeyi beklediğimiz bizim için önemlidir. Bir varlığın beklenen getirisindeki nispi artış, bu varlığın talep edilen miktarını da artırır. Bir varlığın nakde dönüştürülme hızı ve kolaylığı olarak tanımladığımız **likidite** üçüncü faktörümüzdür. Bir varlığın diğer varlıklara göre likiditesi arttıkça talep miktarı da artacaktır. Portföy tercihimizde etkin olan son faktör **risk**dir. Riski en basit hâliyle o varlığın getirisi ile ilgili belirsizlik derecesi olarak tanımlayabiliriz. Bir varlığın riski arttıkça talebi azalmaktadır.

Keynesyen Para Talebi Teorisi: Likidite Tercihleri Teorisi

John Maynard Keynes 1936 yılında yayınladığı ünlü "İstihdam, Faiz ve Para Genel Teorisi" isimli kitabında miktar teorisinin paranın dolaşım hızının sabit olduğu görüşünü çürüten ve faiz oranlarının para talebi sürecindeki önemini ön plana çıkaran bir para talebi teorisi geliştirmiştir. Hatırlayacağınız gibi kitabımızın üçüncü bölümünde faiz oranlarının belirlenmesi konusunu işlerken Keynesyen para talebi te-

orisinin Likidite Tercihi Teorisi dediğimiz bir teoriye dayandığını ve bu teorinin ana hatlarını anlatmıştık. Bu bölümde ise Likidite Tercihleri Teorisinde para talebini belirleyen faktörler ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

Keynes ekonomik birimlerin üç amaçla para talebinde bulduklarını varsaymaktadır:

- Paranın İşlem Amacıyla Talebi
- Paranın İhtiyat (Önlem) Amacıyla Talebi
- Paranın Spekülasyon Amacıyla Talebi

İşlem Amaçlı Para Talebi

İşlem amacıyla para talebi, paranın değişim aracı olma işlevini ön plana çıkarmaktadır. Ekonomik birimler alışverişlerinde ve diğer günlük harcamalarında kullanılmak üzere para talep ederler. Gelirle harcamalar arasında doğru yönlü bir ilişki vardır. Bununla bağlantılı olarak bir ekonomide gelir arttıkça harcamalar artacak, harcamalardaki artışa bağlı olarak para talebi de artacaktır. İşlem amacıyla para talebini belirleyen gelir dışındaki ikinci bir faktörde fiyat düzeyidir. Fiyatlarda meydana gelecek bir artış, aynı miktar mal ve hizmeti satın alabilmek için daha fazla miktarda para gerektireceği için, para talebiyle fiyatlar arasında doğru yönlü ve oransal bir ilişki söz konusu olacaktır. Ancak Keynes reel para talebini incelemiştir bu sebeple Keynesyen para talebi teorisinde işlem amaçlı para talebini belirleyen temel ve tek faktör gelir düzeyidir.

İhtiyat Amacıyla Para Talebi

Keynes, günlük harcamalarda kullanma dışında, ekonomik birimlerin beklenmeyen harcamalarını karşılama amacıyla da para tutmak isteyeceklerini savunmuştur. Örneğin beklemediğimiz bir anda çocuğumuzu doktora götürmemiz gerekebilir veya yağışlı hava sebebiyle geç kalmamak için iş yerimize taksiyle gitmek isteyebiliriz. Paranın ihtiyat amacıyla talebinin, gelir ile pozitif, faiz oranı ile de negatif ilişkisi vardır. Gelirleri arttıkça bireyler tedbirli olmak için daha fazla para tutarlar. Faiz oranının yükselmesi ile elde para tutmanın fırsat maliyeti artacaktır. Bu sebeple bireyler, bu amaçla tuttıkları para miktarında azaltmaya gidebilirler. Ancak ihtiyat amacıyla para talebi ile faiz oranı arasındaki ilişkinin çok güçlü olduğunu söyleyemeyiz.

Spekülasyon Amacıyla Para Talebi

Keynes, ekonomik birimlerin aynı zamanda paranın değer muhafaza işlevine bağlı olarak para talebinde bulduklarını savunmuştur. Keynes bu amaçla para talebini **spekülatif para talebi** olarak isimlendirmiştir. Keynes'e göre ekonomik birimlerin spekülasyon amacıyla tuttıkları para miktarını belirleyen iki faktör vardır. Bunlardan birincisi gelirdir. Servetle gelir beraber hareket etmektedir. Bireyin geliri arttıkça serveti, serveti arttıkça da geliri artacaktır. Yani, daha yüksek gelir daha fazla servet anlamına gelmektedir. Geliri artan ekonomik birimlerin spekülasyon amacıyla talep ettikleri para miktarı da artacaktır. Keynes'e göre spekülatif para talebini etkileyen ikinci faktör **faiz oranlarıdır**.

Kitabımızın üçüncü ünitesinde, Keynes'in, ekonomik birimlerin servetlerini para ve tahvil olarak sadece iki şekilde tuttıklarını kabul ettiğini açıklamıştık. Yani Keynes değer muhafaza aracı olarak kullanılacak varlıkları iki kategoriye ayırmıştır. Yine üçüncü ünitemizden hatırlayalım, Keynes'in yaklaşımında paranın getirisi sıfırdır. Çünkü Keynes'in para tanımı nakit ve çeke tabi (vadesiz) mevduat he-

saplarından oluşmaktadır. Keynes'in bu teoriyi geliştirdiği dönemlerde bu tür hesaplar için faiz getirisi ya hiç ödenmiyordu ya da çok az miktarda faiz geliri elde edilmekteydi. Diğer yandan, paranın alternatifi olarak kabul ettiği tahviller ise faiz oranına eşit bir beklenen getiriye sahiptir. Keynes'e göre para tutmanın alternatif maliyeti arttıkça diğer koşullar sabit olmak üzere, reel para tutma talebi azalmaktadır. Paranın alternatif maliyeti nedir? Bu maliyeti, para tutarak elde ettiğimiz faiz getirisi (sıfır) ile para yerine başka tahvil tutmamız durumunda elde edeceğimiz faiz getirisi arasındaki fark olarak belirleyebiliriz. Bu durumda, Keynes'in spekülasyon amacıyla para talebinin faiz oranları ile negatif bir ilişkisinin olduğunu söyleyebiliriz. Faiz oranlarının para talebinde etkili olduğunun kabul edilmesi Keynes'in para talebi teorisini kendinden önce gelen klasik iktisatçıların para talebi teorilerinden ayıran en önemli özellik olmuştur.

Daha önce belirttiğimiz gibi, Keynes nominal büyüklükler yerine reel büyüklükler üzerinde durmuştur. Yukarıda açıkladığımız bu üç amacı bir araya getirerek Keynes'in para talebi denkleminde ulaşabiliriz. Bu denklem aynı zamanda likidite tercihi denklemini de bilmektedir. Keynes'in para talebi denklemini şu şekilde yazabiliriz:

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

Bu denklemde M^d/P , reel para talebini göstermektedir. Buna göre reel para talebi gelir (Y) ve faiz oranının (i) bir fonksiyonudur. Para talebinin gelir ile pozitif yönlü bir ilişkisi vardır. Gelir düzeyimiz yükseldikçe talep edeceğimiz para miktarı da yükselecektir. Para talebinin faiz oranlarıyla ilişkisi ise negatif yönlüdür. Faiz oranları arttıkça para tutmanın alternatif maliyet artacak ve para talebi azalacaktır.

Görüldüğü gibi, Keynes'in para talebi teorisinde, ekonomik birimlerin para talebini belirleyen faktörler portföy tercihi kapsamında ele aldığımız faktörlerle benzerlik göstermektedir. Servetle gelirin beraber hareket etmesine bağlı olarak bu iki değişkeni eşdeğer olarak kabul edebiliriz. Portföy tercihinde servetteki artışın bir varlığın talebinde artışa sebep olacağını açıklamıştık. Keynesyen para talebi teorisinde de gelir düzeyi arttıkça talep edilen para miktarı da artacaktır.

Faiz oranlarındaki artış, paraya alternatif olarak gösteren tahvilin beklenen getirisini arttıracaktır. Bu durumda, paranın beklenen getirisinde bir değişme olmasına karşın, paranın tahvile göre beklenen getirisi düşecektir. Bir başka ifadeyle, portföy tercihi açıklarken gösterdiğimiz gibi beklenen nispi getirisi artan varlığın (Keynes'in analizinde bu varlık tahvildir) talebi artacak ve beklenen nispi getirisi azalan paranın talebi azalacaktır.

Keynes'in para talebi teorisini klasik iktisadi görüşün para talebi teorisinden ayıran bir diğer özelliği ise paranın dolaşım hızına yaklaşımıdır. Hatırlayacağınız gibi, klasik iktisatçılar paranın dolaşım hızını, ekonomideki toplam harcamaların para miktarına bölünmesi ($P \cdot Y/M$) ile elde edileceğini ve bu değerinin sabit kabul edilebileceğini savunmuşlardır. Keynes ise likidite tercihi denkleminde dayanarak elde ettiği dolaşım hızının sabit olmadığını, aksine faiz oranlarına bağlı olarak değiştiğini savunmuştur. Keynes'in likidite tercihi denklemini kullanarak dolaşım hızını nasıl elde ettiğine bakalım. Keynes'in likidite tercihi denklemini aşağıdaki şekilde yeniden yazılabilir:

$$\frac{P}{M^d} = \frac{1}{f(Y, i)}$$

Bu denklemin her iki tarafını da Y değişkeni ile çarparsak ve Klasiklerin kabul ettiği gibi para piyasasında para talebinin piyasadaki para miktarına eşit olduğunu kabul edersek, dolaşım hızının değeri aşağıdaki gibi olacaktır:

$$V = \frac{P \cdot Y}{M} = \frac{Y}{f(Y, i)}$$

Bu eşitlikten rahatlıkla görülebileceği gibi, bir ekonomideki faiz oranları değişikçe dolaşım hızının değeri de değişecektir.

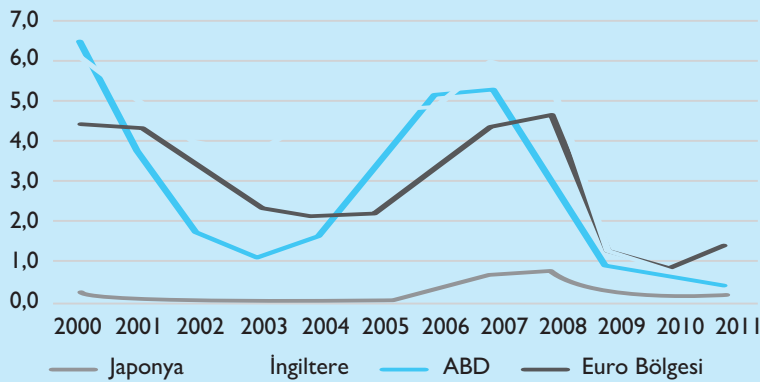
Yaşamın İçinden: Likidite Tuzağı

Keynes, likidite tercihi teorisini geliştirirken faiz oranlarının çok düşük düzeylerde olması durumunda para talebinin bundan nasıl etkileneceğini de incelemiştir. Keynes'e göre faiz oranlarının sıfır düzeyine indiği bir ekonomide, ekonomik birimlerin para talebi sonsuza yakın olacaktır. Keynes bu duruma **likidite tuzağı** adını vermiştir. Likidite tuzağında faiz sıfır sınırına inmiştir ve ekonomik birimler servetlerinin tamamına yakını para olarak tutacaklardır. Çünkü faiz oranlarında meydana gelecek herhangi bir artış finansal varlıkların fiyatını da düşürecek ve sermaye kaybına yol açacaktır. Bu durumda para talebi eğrisi faizden bağımsız olarak tamamen yatık bir şekil alacaktır ve ekonomik birimlerin spekülasyon için para talebi sonsuza yaklaşacaktır. Para arzında meydana gelen değişikliklerin ise ekonomi üzerinde hiç bir etkisi kalmayacaktır.

OECD verileri kullanılarak hazırlanmış aşağıdaki grafikte Japonya, İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri ve Euro Bölgesi gibi dünya ekonomisinde önde gelen ülkelerin kısa dönemli faiz oranları gösterilmektedir. Görüldüğü gibi 2008 krizinin ardından ekonomik daralmayla mücadele etmek isteyen ekonomi otoriteleri hızla faiz oranlarını sıfır sınırına kadar düşürmüştür ve likidite tuzağına girme tehlikesiyle karşı karşıya kalmışlardır. Bu ekonomiler arasında Japonya'nın durumu ilgi çekicidir. Japonya'da 1989 yılında hisse senedi piyasalarında bir kriz yaşanmış ve bu krizin ekonomi üzerindeki etkilerinden kurtulmak amacıyla faiz oranları aşağıya çekilmiştir. Bu süreçte, 1999 yılına gelindiğinde Japon ekonomisi Keynes'in Likidite tuzağı ismini verdiği ekonomik olguyu yaşamaya başlamıştır. Likidite tuzağına bir kere girildiğinde para politikası uygulamaları etkinliğini kaybetmektedir. Japonya Merkez Bankasının (Bank of Japan) para politikası uygulamaları başarısız kalmış ve ekonomi 2011 yılında hala sıfır düzeyindeki faiz oranı sorunundan kurtulamamıştır.

Şekil 6.3

Dünyanın Önde Gelen Ekonomilerinde Kısa Dönemli Faiz Oranlarının Seyri: 2000-2011



Kaynak: Dünya Bankası - <http://data.worldbank.org>

Keynes'e göre para talebini belirleyen temel amaçlar nelerdir? Keynes'in, paranın dolaşım hızını sabit kabul etmemesini bağladığı iki sebep nedir?

Modern Miktar Teorisi

Modern miktar teorisinin temelleri, Milton Friedman'ın 1956 yılında yazdığı "*Paranın Miktar Teorisi: Yeni Bir Yaklaşım*" isimli çalışmasına dayanmaktadır. Friedman bu makalesinde sık sık Irving Fisher ve miktar teorisine atıfta bulunuyor olmasına karşın para talebi analizleri Fisher'in analizlerinden çok Keynes ve Cambridge ekonomistlerinin analizlerine yakındır.

Friedman'ın analizinde herhangi bir finansal varlığın talebini belirleyen faktörlerle para talebini belirleyen faktörlerin aynı olduğu savunulmuştur. Bu sebeple para talebine sebep olan amaçlar veya para talebinin bileşenleri üzerinde durmak yerine aktif talebini belirleyen faktörler incelenmiştir. Bu bağlamda Friedman varlık talebini belirleyen faktörleri açıklayan portföy tercih teorisini para talebine uyguladığı kabul edilebilir. Friedman'ın teorisi dar tanımlı para arzı olarak bilinen M1 yerine geniş tanımlı para arzı M2 üzerine kurulmuştur.

Friedman, ekonomik birimlerin para talep etmelerinin temelinde **sürekli gelir** (Y^*) ismini verdiği bir değişkenin ve para dışındaki varlıkların beklenen getirilerinin yer aldığını savunmaktadır. Sürekli gelir, uzun dönemde beklenen ortalama gelir veya gelecekte beklenen toplam gelirin bugünkü değeri olarak tanımlanabilir. Bireylerin servetleri ile sürekli gelirleri arasında ilişki kuran modern miktar teorisinde, bireylerin sürekli gelirleri arttıkça elde tutmak isteyecekleri para miktarı da artmaktadır. Para dışındaki varlıklara örnek olarak tahvil ve hisse senedi gibi finansal varlıklar ile ev, arsa ve bina gibi reel varlıklar gösterilebilir. Para dışındaki varlıkların paraya göre nispi getirilerinin artması durumunda para tutmanın alternatif maliyeti artacak ve para talebi olumsuz etkilenecektir. Friedman'ın öngördüğü para talebi fonksiyonu aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y^*, i - i_M, \pi^e - i_M)$$

Bu fonksiyonda,

M^d/P : Talep edilen reel para miktarını,

Y^* : Sürekli geliri,

i : Finansal varlıklardan beklenen getiriyi,

i_M : Paradan beklenen getiriyi,

π^e : Beklenen enflasyona bağlı olarak reel varlıklardan beklenen getiriyi

göstermektedir. Bu modelde sürekli gelir arttıkça para talebi artmakta, para tutarak elde ettiğimiz beklenen getiri ile para yerine finansal veya reel başka bir varlık tutmamız durumunda elde edeceğimiz faiz getirisi arasındaki fark arttıkça yani para dışındaki varlıkların beklenen nispi getirisi yükseldikçe para talebi azalmaktadır. Bir başka ifadeyle, talep edilen reel para miktarı (M^d/P) ile sürekli gelir (Y^*) arasında pozitif yönlü, para dışındaki varlıkların nispi getirileri ($i - i_M$) ve ($\pi^e - i_M$) arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Sürekli Gelir: Ekonomik birimlerin uzun dönemde elde etmeyi bekledikleri gelirin ortalamasını göstermektedir.

Friedman'ın ve Keynes'in Teorileri Arasındaki Farklar

Friedman'ın para talebi teorisi ile Keynes'in para talebi teorisi arasında birçok benzerlik bulunmasına karşın önemli farklılıklar da bulunmaktadır. Bu farkların açıklanması her iki teoriyi de daha iyi anlamamıza yardımcı olacaktır. Friedman para ya alternatif teşkil eden diğer alternatifleri de para talebi fonksiyonuna dâhil ederek genel ekonominin işleyişinde birden fazla faiz oranının önem taşıdığı kabul etmektedir. Keynes ise paranın dışındaki aktiflerin hepsini tahvil kategorisi altında toplamıştır. Keynes'in bunu yaparken öne sürdüğü gerekçe, söz konusu diğer aktiflerin getirilerinin genellikle birlikte değişim göstermesidir.

Friedman'ın teorisinin Keynes'in teorisinden farklılaştığı bir diğer nokta ise Friedman'ın arsa bina gibi reel varlıkları da para talebi fonksiyonuna dâhil etmesidir. Friedman'ın teorisinde, ekonomik birimler ellerinde ne kadar para tutacağına karar verirken reel varlıkların getirilerini de göz önünde bulundurlar. Eğer reel varlıkların beklenen getirisi yüksekse elde tutulmak istenen para miktarı azalacaktır.

Friedman kendi yaklaşımı ile Keynes'in likidite tercihi teorisi arasındaki temel farklardan birinin paranın getirisine yönelik yaklaşımlar olduğunu belirtmiştir. Keynes paranın getirisinin sıfır olduğunu kabul etmiştir. Buna karşılık, Friedman'ın analizinde elde para tutmanın getirisi pozitifdir ve bu getiriyi belirleyen iki faktörden söz etmek mümkündür:

Bunlardan birincisi, paraya ödenen faizdir. Vadesiz mevduat hesaplarına ve para tanımına dâhil edilen diğer mevduatlara faiz ödemesi yapılmaktadır. Ödenen bu faiz yükseldiği zaman paranın getirisi de artar. İkinci olarak bireylerin paralarını para arzına dâhil edilen mevduat hesaplarında tutmaları için bankalar birçok farklı hizmet geliştirmektedir. Örneğin bankalar vadesiz mevduatlarda tutulan para miktarını arttırmak için otomatik fatura ödemeleri veya internet bankacılığı gibi hizmetler geliştirmektedir. Sunulan hizmetlerin artmasına bağlı olarak paranın getirisi de artacaktır.

Bankaların daha fazla kredi yaratabilmek için mevduatlara ihtiyaçları vardır. Ekonomideki para dışındaki varlıkların faiz oranları yükseldiğinde bankaların verdikleri kredilerin faizleri de yükselecektir. Faizlerdeki yükselişe bağlı olarak kredilerden elde ettikleri kazançları artan bankalar daha fazla mevduat çekebilmek için mevduatlara ödedikleri faiz oranlarını arttıracaktır. Yani piyasadaki faiz oranları arttığı zaman bankalarda mevduatlara daha fazla faiz ödeyecekler ve paranın getirisi artacaktır. Bu durumda, Friedman'ın para talebi denkleminde yer alan $(i - i_M)$ değişkeni göreceli olarak sabit kalacaktır. Bu açıklamalar kapsamında Keynes'in yaklaşımı ile Friedman'ın yaklaşımı arasındaki en önemli farka ulaşabiliriz. Para ve para dışındaki varlıkların faiz oranları arasındaki farkın göreceli olarak sabit kalması, faiz oranının para talebi üzerindeki etkisinin nispeten küçük olması anlamına gelmektedir. Hatırlayacağınız gibi, Keynes'in para talebine getirdiği en önemli yeniliklerden birini faiz oranları ile para talebi arasındaki negatif yönlü ilişkiyi ortaya koyması olarak belirtmiştik. Friedman'ın yaklaşımı ise bu etkinin oldukça küçük olduğunu savunmaktadır. Bu durumda, Friedman'ın yaklaşımında sürekli gelir (Y^*) para talebinin asıl belirleyicisi olacaktır. Para talebi ile faiz oranları arasındaki ilişkinin oldukça küçük olduğunu kabul etmek aynı zamanda Keynes'in paranın dolaşım hızının faiz oranları ile birlikte dalgalanacağı teorisinin de geçersiz olması anlamına gelmektedir.



Keynesyen para talebi görüşünü ile Friedman'ın para talebi görüşünü karşılaştırdığımızda hangi yaklaşımda paranın dolaşım hızının daha istikrarlı olmasını beklersiniz?

PARA TALEBİ FONKSİYONU

İşlem amaçlı para talebi teorilerini ve portföy tercihi amaçlı para talebi teorilerini bir araya getirerek ekonomik birimlerin hemen harcanabilir durumda bulundurmaları istedikleri para talebi miktarını belirleyen **para talebi** fonksiyonuna ulaşabiliriz. Burada kullanacağımız yaklaşım aşağıdaki unsurları içermektedir:

1. Ekonomide gerçekleştirilmek istenen işlem miktarı gelir düzeyimiz ile temsil edilmektedir. Gelir düzeyi artarsa ekonomideki harcama miktarı ve bu harcamalar da kullanılmak üzere para talebi artacaktır.
2. Ödemeler sistemindeki teknolojik gelişmeler para dışındaki varlıklarla ödeme yapabilmeye olanakımızı arttıracak ve para talebimizi azaltacaktır. Örneğin kredi kartı kullanımındaki artış harcamalarda kullanılmak üzere talep ettiğimiz para miktarını azaltmaktadır.
3. Paranın fırsat maliyeti arttıkça para talebimiz azalacaktır. Bir başka ifadeyle, paraya alternatif diğer finansal varlıkların getirileri arttıkça ekonomik birimler ellerinde para tutmak yerine bu finansal varlıklara yöneleceklerdir.

Para dışındaki varlıkların beklenen getirilerini göstermek üzere nominal faiz oranını (i) kullanabiliriz. Portföy tercih teorisinde açıkladığımız gibi, diğer koşullar sabitken para talebi ile para dışındaki varlıkların getirileri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Para tutarak elde ettiğimiz faiz getirisi (i) ile para yerine başka bir varlık tutmamız durumunda elde edeceğimiz faiz getirisi arasındaki fark arttıkça para talebi azalacak, bu fark azaldıkça para talebi artacaktır.

Para Talebi Fonksiyonu

Para talebi miktarını etkileyen bu faktörleri bir araya getirerek elde tutulmak istenen para miktarının belirleyicilerini gösteren nominal para talebi eşitliğine ulaşırız.

$$\frac{M^d}{P} = f(Y, S, i - i_M)$$

Bu eşitlik, talep edilen reel para miktarının (M^d), gelirin (Y), ödemeler teknolojisi faktörlerinin (S) ve para ile para dışındaki varlıkların beklenen getirilerinin bir fonksiyonu olduğunu ifade etmektedir. Bu kapsamda:

- Reel gelirdeki bir artış, reel para talebini arttırmaktadır.
- Para yerine kullanılabilir alternatif ödeme araçlarının artması reel para talebini azaltmaktadır.
- Para dışındaki finansal varlıkların getirilerinin artması, para tutmanın fırsat maliyetini arttırmakta ve reel para talebini azaltmaktadır.
- Beklenen enflasyon oranının artması para dışındaki varlıkların faiz oranlarını arttırmakta, bu ise paranın fırsat maliyeti arttırarak para talebini azaltmaktadır.

Tablo 6.2 para talebini belirleyen faktörlerin etkilerini özetlemektedir.

Aşağıdaki Değişkenlerdeki Artışın	Para Talebi Üzerindeki Etkisi	Nedeni
Fiyat düzeyi, P	Oransal arttırır	<i>İşlem amacıyla:</i> Fiyatlardaki artış işlem amacıyla para talebimizi fiyatlarda gerçekleşen artış oranıyla arttırır.
Reel gelir, Y	Arttırır	<i>İşlem amacıyla:</i> Gelir düzeyindeki artış ekonomik birimlerin daha fazla işlemde bulunmasına ve likit varlıklara olan taleplerinin artmasına neden olur.
Ödemeler Teknolojisi, S	Azaltır	<i>İşlem amacıyla:</i> Para yerine geçen varlıkların artması ekonomik birimlerin ellerinde bulundurdukları para miktarını azaltır.
Para dışı varlıkların faiz oranı, i	Azaltır	<i>İşlem ve portföy tercihi amacıyla:</i> Para dışındaki varlıkların getirisinin artması ekonomik birimlerin ellerinde daha az para bulundurarak daha çok getiri getiren varlık bulundurmalarına neden olur.
Paranın getirisi, i_M	Arttırır	<i>Portföy tercihi amacıyla:</i> Paranın getirisinin artması hane halkının ve işletmelerin tuttukları para miktarını arttırır.

Tablo 6.2
Para Talebini Belirleyen Değişkenler

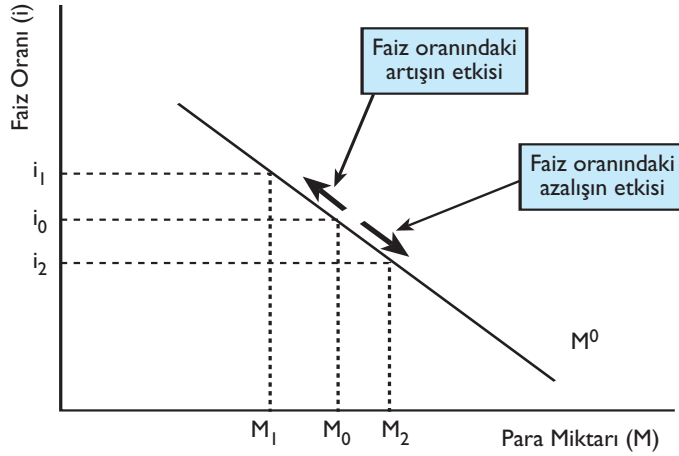
Kaynak: Hubbard, R. G. (2005). *“Money, the Financial System and the Economy”* Pearson Addison-Wesley, 5. Baskı s.548

Para Talebi Eğrisi

Para talebi fonksiyonunu kullanarak talep edilen reel para miktarı ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi gösteren para talebi eğrisini elde edebiliriz. Tablo 6.1’de gösterdiğimiz para talebini belirleyen faktörler arasında bizim için en önemli olan değişken, diğer varlıkların faiz oranını gösteren piyasa faiz oranıdır. Para talebi eğrimizin çiziminde de para talebi ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi ön plana çıkarırız. Şekil 6.4’te faiz oranları ile ters yönlü bir ilişki içerisinde olan, para talebi eğrisi gösterilmektedir. Para talebini etkileyen gelir düzeyi, ödemeler teknolojisi gibi diğer faktörler sabitken para dışındaki varlıkların faiz oranlarının artmasına bağlı olarak elde para tutmanın fırsat maliyeti de artacak ve ekonomik birimler para taleplerini azaltarak bu varlıklara yöneleceklerdir. Faiz oranları, i_0 düzeyinden i_2 düzeyine düştüğü zaman, para tutmanın alternatif maliyet azalacak ve para talebimiz artacaktır (M_0 ’dan M_2 ’ye artmaktadır). Bu durumda para talebi eğrimizin üzerinde aşağıya doğru kayma şeklinde gösterilmiştir. Benzer bir şekilde, faiz oranlarının arttığı bir ekonomik ortamda, para tutmanın alternatif maliyeti artacak ve ekonomik birimler daha az para talebinde bulunacaklardır. Şekilde bu durum para talebi eğrisinde yukarıya doğru bir kayış şeklinde gösterilmiştir.

Şekil 6.4

Para Talebi Eğrisi



Tablo 6.1 ile gösterdiğimiz, para talebi üzerinde etkili olan diğer faktörlerin devreye girmesi durumunda ise para talebi eğrimiz sağa veya sola doğru kayar. Örneğin, ödemeler teknolojisinde bir gelişme para talebini de azaltır. Bu durumda, aynı faiz oranında talep ettiğimiz para miktarı azalacaktır. Bu azalmayı göstermek için para talebi eğrimiz sola doğru kayacaktır. Gelir düzeyimiz arttıysa, aynı faiz düzeyinde para talebimiz de artacaktır ve para talebi eğrimiz sağa kayacaktır.

PARA PİYASASINDA DENGE

Ekonomik birimlerin ellerinde tutmak istedikleri para miktarında meydana gelen değişikliklerin ekonomiyi nasıl etkilediğini açıklayabilmek için, para piyasası dengesinin nasıl sağlandığını ve neden değiştiğini anlamamız gerekmektedir. Benzer bir şekilde para politikası değişikliklerinin ekonomi üzerinde yaratacağı etkilerin anlaşılmasında ilk adım, para piyasasında dengenin nasıl oluştuğunun anlaşılmasıdır. Bu amaçla bu bölümde, öncelikle para arzı kavramı üzerinde durulacak ve ardından para talebi ve arzının bir araya gelerek denge faiz oranını nasıl belirlediği açıklanacaktır. Para arzı ve para talebinde gerçekleşen değişikliklerinin ekonomi üzerindeki etkilerinin tartışılması ile bölümümüz sonlandırılacaktır.

Para Arzının Belirlenmesi

Ülkemizde kullanılan para arzı tanımını dar tanımlı para arzı ($M1$) ve geniş tanımlı para arzı ($M2$) olarak ikiye ayırarak tanımlamıştık. **Dar tanımlı para arzı** olarak bilinen $M1$ para arzı tanımı dolaşımdaki para (C) ve vadesiz mevduatların (D) toplamından oluşurken **geniş tanımlı para arzı** olarak tanımlanan $M2$ para stoku $M1$ para arzına mevduat bankalarındaki, katılım bankalarındaki ve TC Merkez bankasındaki vadeli mevduatların eklenmesiyle bulunuyordu.

Yukarıdaki para arzı tanımlarının gösterdiği gibi, para arzı sadece merkez bankasının ihraç edip piyasaya sürdüğü emisyon hacminden oluşmamaktadır. Para arzı tanımı içerisinde bankaların ve banka müşterilerinin belirlediği vadesiz ve vadeli mevduat kalemleri de yer almaktadır. Bir başka ifadeyle bir ekonomideki para arzı miktarı; merkez bankaları, bankacılık sistemi ve birikimlerini bankalarda mevduat olarak tutmayı tercih eden mevduat sahiplerinin kararları sonucunda oluşur.

Para arzının belirlenim sürecinde etkili olan iki temel ekonomik aktör **merkez bankası** ve **bankacılık sistemi** iken para arzını belirleyen iki temel değişken **parasal taban** ve **para çarpanı**dır. Bu süreçte rol oynayan ekonomik birimler ve temel ekonomik değişkenler önümüzdeki dönem göreceğiniz para politikası dersinde kapsamlı bir şekilde açıklanacaktır. Bu alt bölümdeki, para piyasasının nasıl dengeye geldiğini daha iyi anlayabilmek amacıyla para arzının belirlenimi konusuna bir giriş yapılacaktır.

Merkez Bankası ve Para Arzının Kontrolü

Merkez bankası para arzı üzerinde etkili olabilmek için parasal tabanı kullanır. Para arzını arttırmak istiyorsa parasal tabanın miktarını arttıracak, para arzını azaltmak içinse parasal tabanın miktarını azaltacaktır. Parasal taban merkez bankasının banka ve banka dışı kesimleri karşı yükümlülüğü olarak kabul edilir. Merkez bankası parasal tabanın belirlenmesinde tam olmasa bile önemli bir kontrole sahiptir. Parasal taban (MB), dolaşımdaki para miktarı (C) ile bankaların rezervlerinin (R) toplamından oluşur. Dolaşımdaki para, aynı zamanda para arzı tanımının da bir bileşenidir. Bankaların rezervleri ise zorunlu karşılıklar ile serbest rezervlerin toplamından oluşmaktadır. Merkez bankasının parasal arzı üzerinde etkili olmak için başvurabileceği iki yöntem vardır: açık piyasa işlemleri ve reeskont kredileri.

Açık Piyasa İşlemleri: Merkez bankasının para arzını değiştirmek için öncelikli kullandığı araç, açık piyasa işlemleridir. Merkez bankaları, para arzını etkin bir şekilde düzenlemek amacıyla, ulusal para karşılığında menkul kıymet alım-satımı, geri alım vaadiyle satım (ters repo) ve geri satım vaadiyle alım (repo) işlemlerini yapabilir. Parasal tabanı arttırmak isteyen bir merkez bankası, açık piyasa işlemleri aracılığıyla piyasalardan kamu kesimi kağıtlarını satın alacak ve karşılığında piyasaya ya nakit ödemede bulunacak ya da bankaların hesaplarına rezerv aktaracaktır. Merkez bankası para arzını azaltmak istiyorsa bu sefer piyasalara kamu kesimi kâğıtlarını satacak ve piyasadan bu kağıtların karşılığında para alacaktır.

Reeskont Kredileri: Merkez bankası, parasal tabanın rezerv kalemini arttırmak veya azaltmak için reeskont penceresi işlemlerini kullanarak bankalara kredi verebilir. Merkez bankası bankalara reeskont kredisi vererek, bankacılık sisteminin sahip olduğu rezerv miktarını arttırabileceği gibi, reeskont penceresi aracılığıyla bankaların sahip olduğu rezerv miktarını azaltabilir. Bankaların kullandıkları bu kredileri geri ödemeleri durumunda merkez bankasında bulunan rezervlerde bir azalma olacaktır.

Gördüğümüz gibi, merkez bankası hem açık piyasa işlemleriyle hem de reeskont penceresi işlemleriyle parasal taban üzerinde etkili olabilmektedir. Peki bu iki temel araçtan hangisi daha etkindir? Merkez bankasının açık piyasa işlemleri üzerindeki kontrolü daha büyüktür. Bunun temelinde işlem miktarlarının tamamıyla merkez bankası inisiyatifinde olması ve günün her saatinde değişik yöntemlerle kullanılabilmesi dolayısıyla esnek olması yer almaktadır. Diğer yandan, reeskont penceresi işlemleri para ve menkul kıymet piyasalarının gelişmediği dönemlerde merkez bankalarının en önemli politika araçlarından biri olmuştur. Ancak, piyasaların gelişmesi sonucu açık piyasa işlemlerinin etkinleşmesi ve modern merkez bankacılığı anlayışı nedeniyle, reeskont penceresi işlemleri artık aktif olarak fazla kullanılmamaktadır.

Açık Piyasa İşlemleri: Merkez bankasının tahvil ve bono piyasasından kamu kesimi kâğıtlarını alıp satmasıdır.

Merkez bankalarının, bankacılık sistemine kredi vererek rezerv aktarması **reeskont kredisi** olarak isimlendirilir.

Bankaların Para Arzı Üzerindeki Etkisi

Parasal taban aracılığıyla para arzını kontrol etme gücünü elinde bulunduran merkez bankası, para arzını etkileyen aktörlerden sadece biridir. Para arzını etkileyen diğer bir önemli aktör ise bankacılık sektörüdür.

Bankacılık sektörünün para arzının belirlenmesinde oynadığı rolü daha iyi anlayabilmek için bankaların olmadığı bir ekonomide, ekonomik işlemlerin nasıl yürüyeceğini hayal edelim. Böyle bir ekonomide çek hesapları, kredi kartları veya banka rezervleri gibi, bankaların hayatımıza dâhil ettiği kolaylıkların hiçbiri olmayacaktır. Ekonomik birimler her türlü mal ve hizmet alımında nakit para kullanmak zorunda kalacaklardır. Hatırlayacağınız gibi dar tanımlı para arzı dolaşımdaki para ile vadesiz mevduatların toplamından oluşmaktadır. Bankaların var olmadığı bir ekonomide vadesiz mevduatlar da olmayacağı için, bu ekonomide para arzı merkez bankasının ihraç edip piyasaya sürdüğü emisyon hacmine eşit olacaktır.

Ancak bankalar mevduat toplayıp kredi veren aracı kurumlardır ve kredi verirken aynı zamanda para yaratır. Burada para yaratmaktan kastettiğimiz bankaların, merkez bankası gibi para basıp piyasaya sürmesi değildir. Bankalar kredi vererek mevduat hesapları yaratır. Kitabımızın ikinci ünitesindeki Şekil 2.2'ye tekrar bakalım. Bu tabloda 2011 yılının sonu itibarıyla Türkiye'de M1 para arzının sadece %35'inin dolaşımdaki paradan oluştuğu geri kalan %65'in ise Türk lirası ve yabancı para cinsinden vadesiz mevduatlardan oluştuğunu görüyoruz. Yani bankaların mevduat yarattığı her bir işlemi para arzını artırmaktadır.

Bankalar nasıl mevduat yaratmaktadır? Bankalar mevduat toplayıp bu mevduatı krediye dönüştürmektedir. Kredi olarak verilen tutar, ekonomilerde harcamalarda kullanılmakta ve ardından tekrar bankacılık sistemine mevduat olarak geri dönmektedir. Bir örnekle açıklamaya çalışalım; dizüstü bilgisayar satın almak için bankadan ihtiyaç kredisi kullandığınızı düşünelim. Bu krediyi bankadan aldıktan sonra bilgisayar satan bir firmaya gidip bilgisayarınızı satın alacaksınız ve kredi miktarını satıcıya vereceksiniz. Satıcı firma ise bu parayı gün sonunda kasasında bırakmak istemeyecek ve bankaya götürüp mevduat hesabına yatıracaktır. Gördüğünüz gibi sizin bankadan çektiğiniz kredi aynı veya başka bir bankaya mevduat olarak geri dönmüştür. Son derece basitleştirilmiş şekilde ifade etmeye çalıştığımız bu örnekte sizin kredi hesabınız yükselirken bilgisayar satan firmanın mevduat hesabı yükselmiştir. Para arzı tanımına bankacılık sisteminin toplam vadesiz mevduat miktarı girmektedir. Bir başka ifadeyle sizin kredi kullandığınız banka ile bilgisayar satan aldığınız firmanın mevduat hesabının olduğu bankanın aynı olması gerekmemektedir. Bankacılık sistemi tarafından kullanılan kredilerin en azından belli bir bölümü bankacılık sistemine tekrar mevduat olarak geri dönecektir. Bu döngüye bağlı olarak mevduatlarda meydana gelen her artış, para arzını da arttıracaktır.

Bir kere daha hatırlatalım; para arzının belirlenme süreci ayrıntılı bir şekilde para politikası dersinizde açıklanmaktadır. Bu bölümde bizim için önemli olan faiz oranlarının arttığı bir ekonomik ortamda bankaların kredilerden sağladığı kazançların da artacak olmasıdır. Buna bağlı olarak bankalar verdikleri kredi miktarını arttıracaktır. Kredi miktarındaki artış ise para arzını arttıracaktır. Faiz oranlarının artması aynı zamanda ekonomik birimlerin ellerinde tuttukları para miktarını azaltarak bankalardaki mevduat miktarını arttıracaktır. Mevduatlardaki artışa bağlı olarak bankaların verebileceği kredi miktarı artacak ve para arzı artacaktır. Bu bilgiler ışığında para arzı ile faiz oranları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığından bahsedebiliriz.

Bankalar kredi verirken aynı zamanda para yaratırlar; yaratılan bu paraya **kaydı para** veya **banka parası** denilmektedir.

Bankacılık sisteminin yarattığı kaydı paranın miktarını hesaplamada **kaydı para çarpanı** veya **mevduat çarpanı** kullanılır. Bu çarpan değerinin elde edilişi Para Politikası ders kitabımızın birinci ve ikinci ünitesinde gösterilmektedir.

Para arzının belirlenmesi süreci bu ünite kapsamında yaptığımız açıklamalardan çok daha kapsamlı bir süreçtir. Ancak bu konu Para Politikası dersimiz kapsamında ayrıntılı bir şekilde açıklanacağı için, bu ünite sadece genel bir bilgi verilmiştir.



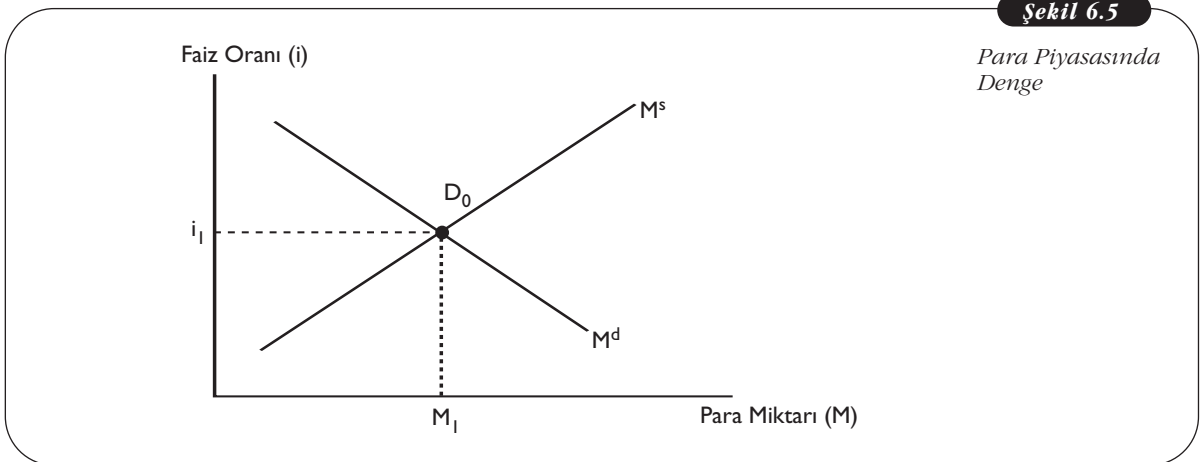
DİKKAT

Para Piyasasında Denge ve Faiz Oranının Belirlenimi

Para arzı ve talebi birlikte para piyasasında dengeyi oluşturarak ekonominin önemli fiyatlarından biri olan faiz oranını belirler. Para piyasasında denge para arzı ile para talebinin birbirine eşit olduğu noktada belirlenecektir. Şekil 6.5'te para piyasasında denge şartını gösteren para talebi ve para arzı eğrilerimiz yer almaktadır. Para arzı eğrisi, para tutmayı etkileyen diğer bütün faktörler sabitken, para arzı ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi gösterir. Para arzı ile faiz oranları arasındaki pozitif yönlü ilişkinin varlığından bahsetmiştik. Para arzı eğrimiz de bu ilişkiyi yansıtacak şekilde pozitif eğimli olarak çizilmiştir.

Bir ekonomide denge faiz oranı para piyasasında para arzı ile para talebinin birbirine eşit olduğu noktada belirlenmektedir. Bu denge grafiğimizde D_0 noktası ile gösterilmiştir. Bu denge noktasının istikrarlı bir denge noktası olduğu ve faiz oranının herhangi bir sebeple bu noktadan ayrılması durumunda tekrar bu noktaya doğru yöneleceği kabul edilir. Faiz oranlarının, denge faiz oranlarının üstüne çıkarsa insanların ellerinde tuttukları para miktarı, bu faiz oranında tutmak isteyecekleri para miktarından fazla olacaktır. Ekonomik birimler, tutmak istedikleri miktarının üstünde olan parayla diğer finansal varlıkların alımına yönelecektir. Diğer finansal varlıkların talebinde yaşanan artış bu varlıkların fiyatlarını yükseltecektir. Üçüncü bölümde açıkladığımız gibi özellikle sabit getirili menkul kıymetlerin fiyatları ile faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Dolayısıyla finansal varlık fiyatlarındaki artış, faiz oranını düşürmeye başlayacaktır. Faiz oranlarındaki bu düşüş faiz oranı denge faiz oranına dönünceye kadar ve para talebi ile para arzı eşitleninceye kadar devam edecektir.

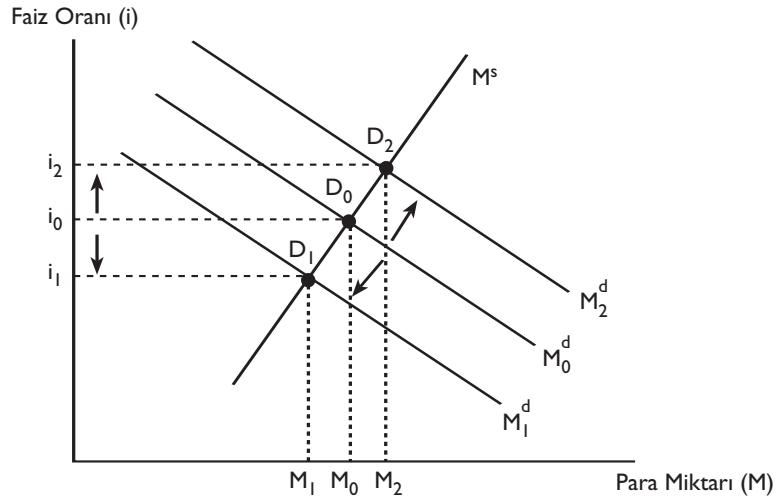
Benzer bir şekilde, faiz oranı denge faiz oranının altına düşerse piyasada bulunan para arzı, elde tutulmak istenen para talebini karşılayamayacaktır. Böyle bir ortamda, ekonomik birimler para taleplerini karşılamak için ellerinde bulunan finansal varlıkları satmaya çalışacaktır. Finansal varlık piyasasında arz artışına bağlı olarak fiyatlar düşecek ve faiz oranı yükselmeye başlayacaktır. Faiz oranlarının yükselmeye başlamasıyla para talebimiz azalacaktır. Para talebindeki bu azalma para talebi ve para arzı eşitleninceye kadar devam edecektir.



Öncelikle, para talebinde yaşanan bir değişimin denge faiz oranı üzerindeki etkisini ele alalım. Para talebindeki değişikliklerin denge faiz oranı üzerindeki etkisi kitabımızın üçüncü ünitesinde ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Burada kısaca tekrar gösterelim. Ekonomideki reel gelir düzeyinin artması gibi faiz dışındaki bir sebebe bağlı olarak para talebimizin artması, para talebi eğrimizi sağa (yukarıya) doğru kaydıracak ve ekonomideki denge faiz oranı yükselicektir. Aksi durumda, reel gelir düzeyinin düşmesi ve ödemeler sitemindeki gelişmeler gibi faiz oranı dışındaki bir faktöre bağlı olarak para talebinin azalması, para talebi eğrisini sola (aşağıya) doğru kaydıracak ve denge faiz oranı düşecektir. Para talebinde meydana gelen değişikliklerin para piyasası ve denge faiz oranı üzerindeki etkileri Şekil 6.6'da gösterilmiştir.

Şekil 6.6

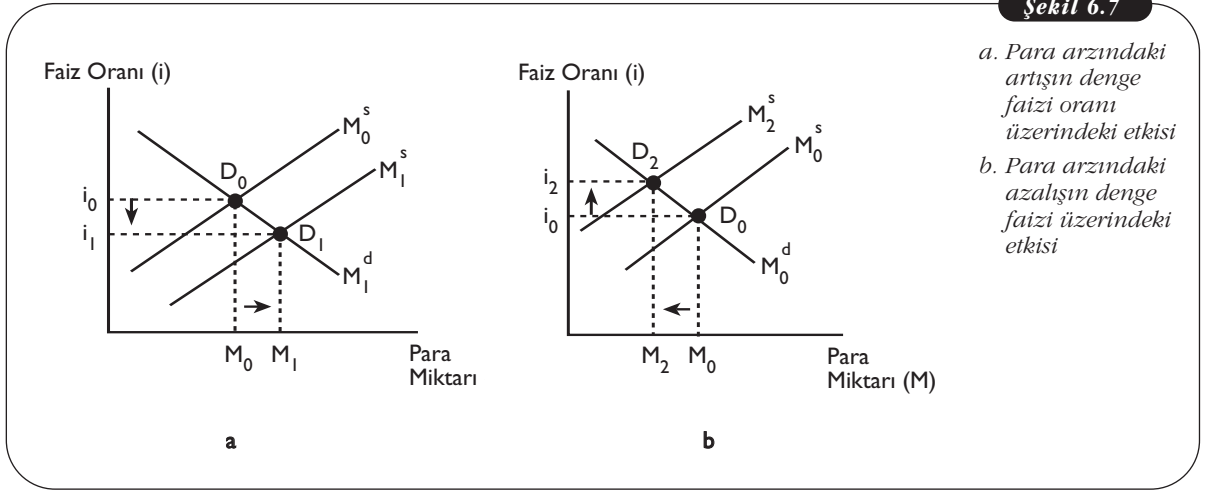
Para talebi eğrisindeki değişim ve denge faiz oranı



Merkez bankası, yürüttüğü açık piyasa işlemleri ve bankacılık sistemine kullandığı reeskont kredileri aracılığıyla para arzı üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankasının para politikası uygulamalarının para piyasası ve denge faiz oranı üzerindeki etkilerini, merkez bankasının genişletici ve daraltıcı para politikası izlediği iki ayrı örneği kullanarak takip edelim. Bu iki politikanın para piyasası üzerindeki etkileri Şekil 6.7'nin sırasıyla (a) ve (b) panellerinde gösterilmektedir.

İlk olarak, merkez bankası tarafından izlenen genişlemeci bir para politikasının, para piyasası ve denge faiz oranı üzerindeki etkilerini inceleyelim. Ekonomi D_0 gibi bir denge noktasındayken, merkez bankasının para arzını arttırması para arzı eğrisini M_0^s 'den, M_1^s 'ye sağa doğru (aşağıya doğru) kaydıracak ve merkez bankasının bu uygulaması, para piyasasındaki denge faiz oranının düşmesine neden olacaktır. Faiz oranlarındaki bu düşüş ekonominin reel sektöründe yatırım harcamalarının artmasına ve reel üretim düzeyinin yükselmesini sağlayacaktır. Üretim düzeyindeki artış ekonominin genelinde gelirleri arttıracak ve neticesinde tüketim artacak ve toplam harcamalar artacaktır.

İkinci olarak merkez bankası tarafından izlenen daraltıcı bir para politikasının, para piyasası ve denge faiz oranı üzerindeki etkilerini görelim. Para arzındaki azalmaya bağlı olarak para arzı eğrimiz M_0^s 'dan, M_2^s 'ye sola doğru kayacak, denge faiz oranı artacaktır. Faiz oranlarındaki yükselme toplam harcamaların ana bileşenlerinden biri olan yatırımları azaltacak, buna bağlı olarak toplam talep azalacaktır.



Şekil 6.7 ile gösterdiğimiz para politikasının, denge faiz oranları üzerindeki etkileri yedinci ünite ele alacağımız “Para ve Ekonomik Faaliyetler” konusuna temel teşkil etmektedir. Yedinci ünite merkez bankasının denge faiz oranlarının değerlerini değiştirerek yürüttüğü para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerindeki etkilerini ayrıntılı bir şekilde göreceğiz.

Özet



Paranın sahip olduğu fonksiyonlara bağlı olarak para talebini belirleyen faktörlerin neler olduğunu açıklayabilmek.

Para talebine ilişkin ilk geliştirilen teoriler paranın bir değişim aracı olma işlevi üzerine odaklanmıştır, hane halkı ve şirketlerin parayı işlemlerinde kullanmak amacıyla talep ettiklerini savunmuşlardır. İşlem amacıyla para talebi teorileri başlığı altında açıkladığımız bu yaklaşımlar; hisse senedi, tahvil gibi getirisi yüksek varlıklar yerine getirisi sifıra yakın olan paranın neden talep edildiğini en iyi açıklayan teorilerdir. Portföy tercihi amaçlı para talebi teorilerinin ortak noktası ise ekonomik birimlerin para talebinde bulunurken paranın değişim işlevinin yanı sıra paranın değer saklama işlevinden de faydalanmaya çalıştıklarını kabul etmeleridir. Bildiğiniz gibi değer saklama işlevine sahip tek varlık para değildir. Tahvil, hisse senedi gibi para dışındaki diğer finansal varlık ve bina, arsa gibi reel varlıklar da değer saklama işlevine sahiptir. Ekonomik birimler değer saklama amacıyla elde tutmak istedikleri para miktarına, para ile para dışındaki varlıkların elde tutulmasının fayda ve maliyetine bağlı olarak karar vereceklerdir.



Klasik iktisat yaklaşımının para talebi konusundaki görüşlerini açıklayabilmek.

Para talebiyle ilgili klasik görüş, ekonomik birimlerin işlemlerinde kullanmak amacıyla ellerinde para tutmak istediklerini savunmaktadır. Klasik görüş, para talebini belirleyen temel faktörün gelir olduğunu kabul etmektedir. Klasik para talebi teorisinde iki farklı yaklaşım vardır. Bunlardan Fisher yaklaşımı esas olarak paranın değişim aracı olma işlevi üzerinde durur. Bu yaklaşım; ekonomik birimlerin parayı elde tutarak hiçbir fayda sağlamadıklarını, sadece parayı kullanarak satın alınan mal ve hizmetlerden fayda sağlanacağını savunmaktadır. Buna göre, para talebinin asıl sebebi işlem amaçlıdır. Klasik yaklaşımın para talebine getirdiği yaklaşımlardan ikincisi ise Cambridge yaklaşımıdır. Bu yaklaşımda ekonomik birimlerin para talep etmelerinin sebebi olarak paranın değişim aracı olma işlevine ek olarak paranın değer saklama işle-

vi de esas kabul edilmiştir. Bu iki yaklaşımın birbirinden ayrıldığı en temel nokta, Cambridge yaklaşımının ekonomik birimlerin tercihlerini vurgulaması ve faiz oranlarının para talebi üzerindeki etkisini tamamen yok saymaması olarak belirtilebilir.



Keynesyen yaklaşımın para talebi görüşleri ile Monetarist yaklaşımın para talebi görüşlerinin farklılıklarını açıklayabilmek.

Friedman, paraya alternatif teşkil eden diğer alternatifleri de para talebi fonksiyonuna dâhil ederek genel ekonominin işleyişinde birden fazla faiz oranının önem taşıdığı kabul etmektedir. Keynes ise paranın dışındaki aktiflerin hepsini tahvil kategorisi altında toplamıştır. Keynes'in bunu yaparken öne sürdüğü gerekçe, söz konusu diğer aktiflerin getirilerinin genellikle birlikte değişim göstermesidir. İkinci olarak Keynes'ten farklı olarak Friedman arsa bina gibi reel varlıkları da para talebi fonksiyonuna dâhil etmiştir. Ekonomik birimler, ellerinde ne kadar para tutacağına karar verirken reel varlıkların getirilerini de göz önünde bulundurur. Eğer reel varlıkların beklenen getirisi yüksekse elde tutulmak istenen para miktarı azalacaktır. Üçüncü farklılık paranın getirisine yönelik yaklaşımlarda ortaya çıkmaktadır. Keynes paranın getirisinin sıfır olduğunu kabul etmiştir. Buna karşılık, Friedman'ın analizinde elde para tutmanın getirisi pozitifdir ve bu getiriyi belirleyen iki faktörden söz etmek mümkündür: Bunlardan birincisi, paraya ödenen faizdir. Bunun yanı sıra bireylerin paralarını para arzına dâhil edilen mevduat hesaplarında tutmaları için bankalar birçok farklı hizmet geliştirmektedir. Örneğin bankalar, vadesiz mevduatlarda tutulan para miktarını arttırmak için otomatik fatura ödemeleri veya internet bankacılığı gibi hizmetler geliştirmektedir. Sunulan hizmetlerin artmasına bağlı olarak paranın getirisi de artacaktır. Keynes'in yaklaşımı ile Friedman'ın yaklaşımı arasındaki önemli fark ise faiz oranının para talebi üzerindeki etkisine olan yaklaşımlarında ortaya çıkmaktadır. Keynes'in para talebine getirdiği en önemli yeniliklerden biri, faiz oranları ile para talebi arasındaki negatif yönlü ilişkiyi ortaya koy-

masıdır. Friedman'ın yaklaşımı ise bu etkinin oldukça küçük olduğunu savunmaktadır. Bu durumda, Friedman'ın yaklaşımında sürekli gelir (Y^e) para talebinin asıl belirleyicisi olacaktır.



Para arzı ve talebinin bir araya gelmesi sonucunda para piyasasında dengenin nasıl oluştuğunu açıklayabilmek.

Para arzı ve talebi birlikte, para piyasasında dengeyi oluşturarak ekonominin önemli fiyatlarından biri olan faiz oranını belirler. Bir ekonomide denge faiz oranı, para piyasasında para arzı ile para talebinin birbirine eşit olduğu noktada belirlenmektedir. Faiz oranları, denge faiz oranlarının üstüne çıkarsa insanların ellerinde tuttukları para miktarı, bu faiz oranında tutmak isteyecekleri para miktarında fazla olacaktır. Ekonomik birimler, tutmak istedikleri miktarının üstünde olan parayla diğer finansal varlıkların alımına yöneleceklerdir. Diğer finansal varlıkların talebinde yaşanan artış bu varlıkların fiyatlarını yükseltecektir. Dolayısıyla, finansal varlık fiyatlarındaki artış, faiz oranını düşürmeye başlayacaktır. Faiz oranlarındaki bu düşüş faiz oranı denge faiz oranına dönünceye kadar ve para talebi ile para arzı eşitleninceye kadar devam edecektir. Benzer bir şekilde, faiz oranı denge faiz oranının altına düşerse piyasada bulunan para arzı elde tutulmak istenen para talebini karşılayamayacaktır. Böyle bir ortamda, ekonomik birimler para taleplerini karşılamak için ellerinde bulunan finansal varlıkları satmaya çalışacaklardır. Finansal varlık piyasasında arz artışına bağlı olarak fiyatlar düşecek ve faiz oranı yükselmeye başlayacaktır. Faiz oranlarının yükselmeye başlamasıyla para talebimiz azalacaktır. Para talebindeki bu azalma para talebi ve para arzı eşitleninceye kadar devam edecektir. Böyle bir ekonomik ortamda, merkez bankasının daraltıcı bir para politikası uygulaması izleyerek para arzını azaltması denge faiz oranını yukarıya çekecek, genişletici bir para politikası ile para arzını arttırması denge faiz oranını düşürecektir.

Kendimizi Sıyalım

1. Aşağıdakilerden hangisi nihai mal ve hizmetleri satın almak için bir birim paranın yılda ortalama kaç kez el değiştirdiğini göstermektedir?
 - a. Gayri Safi Milli Hasıla
 - b. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
 - c. Para çarpanı
 - d. Dolaşım hızı
 - e. Para arzı
2. Aşağıdakilerden hangisi nominal gelir düzeyinin 6000 lira ve para arzının 1000 lira olduğu bir ekonomide dolaşım hızının değerini göstermektedir?
 - a. 6
 - b. 60
 - c. 1/6
 - d. 1/60
 - e. 10/6
3. Aşağıdakilerden hangisi değişim denklemini doğru olarak göstermektedir?
 - a. $M \times P = V \times Y$
 - b. $M + V = P + Y$
 - c. $M + Y = V + P$
 - d. $M \times V = P \times Y$
 - e. $M \times Y = P \times V$
4. Aşağıdakilerden hangisi paranın değişim denklemini göre para arzının miktarının %50 artırılması durumunda ortaya çıkacak değişikliği göstermektedir?
 - a. Dolaşım hızı %50 azalır,
 - b. Dolaşım hızı %50 artar,
 - c. Nominal gelir %50 azalır,
 - d. Nominal gelir %50 artar,
 - e. Para talebi %50 azalır.
5. Aşağıdakilerden hangisi Keynesyen para talebi teorisini klasik para talebi teorilerinden ayıran özelliğini göstermektedir?
 - a. Dolaşım hızının sabit kabul etmesi
 - b. Ekonomik birimlerin rasyonel davranışlara sahip olduğunu savunması
 - c. Para talebinde beklentilerin önemini ön plana çıkartması
 - d. Para talebinde gelir düzeyinin önemini ön plana çıkartması
 - e. Para talebinde faiz oranlarının önemini ön plana çıkartması
6. Aşağıdakilerden hangisi Keynesyen para talebi teorisinde spekülasyon amaçlı para talebini belirleyen temel değişkeni göstermektedir?
 - a. Dolaşım hızı
 - b. Gelir düzeyi
 - c. Faiz oranları
 - d. Hisse senedi fiyatları
 - e. Gayrimenkul fiyatları
7. Aşağıdakilerden hangisi Keynes'in likidite tercihi teorisine göre tanımlanan para talebi fonksiyonunu doğru ifade etmektedir?
 - a. Para talebi gelir düzeyine bağlı olarak değişmektedir, faiz oranları para talebini etkilememektedir.
 - b. Para talebi faiz oranlarına bağlı olarak değişmektedir, gelir düzeyi para talebini etkilememektedir.
 - c. Para talebi gelir düzeyi ve faiz oranlarına bağlı olarak değişmektedir.
 - d. Para talebi kamu harcamaları ve gelir düzeyine bağlı olarak değişmektedir.
 - e. Para talebi tamamıyla merkez bankasının kontrolindedir.
8. Aşağıdakilerden hangisi likidite tuzağında olan bir ekonomide para politikasının etkisini doğru olarak ifade etmektedir?
 - a. Para arzındaki artış, faiz oranlarını büyük ölçüde düşürür.
 - b. Para artış faiz oranlarını küçük ölçüde düşürür.
 - c. Para politikası uygulamaları faiz oranlarını etkileyemez.
 - d. Para arzındaki artış faiz oranlarını büyük ölçüde artırır.
 - e. Para arzındaki artış, faiz oranlarını küçük ölçüde artırır.
9. Aşağıdaki iktisatçılardan hangisi 1900'lü yılların başlarında para talebinin miktar teorisini geliştirmiştir?
 - a. Milton Friedman
 - b. John Maynard Keynes
 - c. Paul Krugman
 - d. Irving Fisher
 - e. Joseph Stiglitz

10. Aşağıdakilerden hangisi Friedman'ın para talebi teorisi ile Keynes'in para talebi teorisi arasındaki önemli farklılığı göstermektedir?

- Friedman'ın yaklaşımında faiz oranlarının para talebi üzerindeki etkisi, Keynes'in yaklaşımına göre daha büyüktür.
- Friedman'ın yaklaşımında faiz oranlarının para talebi üzerindeki etkisi, Keynes'in yaklaşımına göre daha küçüktür.
- Keynes sürekli gelir kavramını geliştirmiştir.
- Friedman paranın getirisinin sıfır olduğunu varsaymıştır.
- Keynes, kamu harcamalarının para talebi üzerindeki etkisinin önemini vurgulamıştır.

Okuma Parçası



Asaf Savaş Akat
akatas@bilgi.edu.tr

Biraz para teorisi

Ekonomide para arz ve talebinin yönetilmesi görevi Merkez Bankası'na aittir. Çünkü kanuni geçerliliği olan ülke parasını basma tekeline sahiptir. Bu ise ona piyasalardaki likiditeyi denetleme gücünü verir. Bu işlemlere “para politikası” denir. Para talebi istikrarlı ve öngörülebilir ise para politikasının temel enstrümanı para arzıdır.

Dolaşımdaki banknot miktarı ya da Merkez Bankası bilançosunun pasifinde yer alan kalemler para arzını oluşturur.

Bu durumda kısa dönemli faizler para arzı kararının sonucunda ortaya çıkar. Yakın bir geçmişe kadar makro ve para derslerinde para politikası bu şekilde anlatılırdı. Para arzı kısınlınca para piyasasında faiz yükselir. Para arzı arttırılınca düşer.

Ancak para talebi teorisinin varsaydığı gibi istikrarlı ve öngörülebilir değildir. O nedenle Merkez Bankası para piyasası faizlerini doğrudan belirler. O faiz düzeyinde varolan para talebi kadar likiditeyi piyasaya sağlar.

Paranın iki fiyatı

Bu noktada iktisadın temel postülalarından birini hatırlatalım. Bir piyasa oyuncusu fiyat ve miktarı aynı anda belirleyemez. Birini tercih etmek zorundadır. Fiyatı belirlemişse miktar, miktarı belirlemişse fiyat piyasada oluşur. Ancak işin içine para girince işler karışır. Çünkü paranın bir değil iki fiyatı vardır. Birincisi para tutmanın fırsat maliyeti olan kısa dönemli faizdir. Sermaye hareketlerinin serbest olmadığı durumda paranın tek fiyatıdır. Paranın konvertibilitesi varsa ikinci fiyat yani döviz kuru devreye girer. Çünkü iç faiz yerleşiklerin ve yabancıların portföylerinde yerli paranın payını etkiler. Sermaye hareketleri ise yerli paranın değerini belirler. Açık ekonominin bu özelliği para politikası açısından çok önemlidir.

Diyelim ki Merkez Bankası şu yada bu nedenle kısa dönem faizlerini ekonominin konjonktürel ve yapısal gereklerinin üzerinde bir yerde belirledi. Sermaye girişleri ülke parasının hızla değer kazanmasına yol açacaktır. Devam edelim. Merkez Bankası ülke parasının değer kazanmasından rahatsız oldu. Döviz alarak paradaki değer artışını sınırlamaya çalıştı. Ne olur? Döviz alırken para yaratır. Yani para arzı üzerinde denetimi kalmaz.

Küreselleşme üçlemi

Açık ekonomilerde faiz-kur ilişkisine iktisat literatüründe “küreselleşme üçlemi” deniyor. Para politikasının zorunlu ve zor bir açmazına işaret ediyor.

Bir yanda faiz (ve para arzı), öte yanda döviz kuru var. Faizi (para arzını) denetlemek isterseniz döviz kurunu, yok döviz kurunu belirlemek isterseniz faizi (para arzını) piyasaya bırakmak zorundasınız.

Merkez Bankası “bir yandan faizi yüksek tutarım öte yandan gelen dövizini satın alırım, böylece paranın değer kazanmasını engellerim” diyebilir mi? Der ama iktisat politikası hata ve tutarsızlık kaldırmaz. O macera kötü biter.

Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı

1. d Ayrıntılı bilgi için “Klasik Para Talebi Teorisi” konusuna bakınız.
2. a Ayrıntılı bilgi için “Klasik Para Talebi Teorisi” konusuna bakınız.
3. d Ayrıntılı bilgi için “Klasik Para Talebi Teorisi” konusuna bakınız.
4. d Ayrıntılı bilgi için “Klasik Para Talebi Teorisi” konusuna bakınız.
5. e Ayrıntılı bilgi için “Keynesyen Para Talebi Teorisi” konusuna bakınız.
6. c Ayrıntılı bilgi için “Keynesyen Para Talebi Teorisi” konusuna bakınız.
7. c Ayrıntılı bilgi için “Keynesyen Para Talebi Teorisi” konusuna bakınız.
8. c Ayrıntılı bilgi için “Keynesyen Para Talebi Teorisi” konusuna bakınız.
9. d Ayrıntılı bilgi için “Klasik Para Talebi Teorisi” konusuna bakınız.
10. b Ayrıntılı bilgi için “Para Talebinin Portföy Tercih Teorileri” konusuna bakınız.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Değişim denkleminde, paranın dolaşım hızı bir birim paranın mal ve hizmet satın almak için ortalama olarak kaç kez el değiştirdiği olarak tanımlanmıştır. Dolaşım hızının alacağı değer değişim değişkeninde yer alan para arzı, gelir düzeyi ve fiyat düzeyi değişkenlerine bağlı olarak belirlenmektedir. Bu değer ancak dolaşım hızına ilişkin yapılan tanımın doğru kabul edilmesi durumunda geçerli olacaktır. Bu sebeple değişim denklemi bir özdeşlik olarak kabul edilir. Özdeşlik şeklinde ifade edilen değişim denkleminin para talebi teorisine dönüştürülebilmesi için Fisher’in dolaşım hızının belirlenmesinde etkili olan faktörlerin açıklaması gerekmiştir. Fisher, paranın dolaşım hızını belirleyen faktörlerin zaman içerisinde oldukça yavaş bir değişim gösterdiğini savunmuştur. Bu nedenle paranın dolaşım hızının sabit olduğunu iddia etmiştir.

Sıra Sizde 2

Kredi kartı kullanımının yasaklanması durumunda harcamalarında para yerine kredi kartı kullanan bireyler tekrar para kullanmaya başlayacaktır. Ekonomide var olan işlem hacmi değişmemesine rağmen, bu işlemleri gerçekleştirmek için ihtiyaç duyulan para arzı (M) miktarının artmasını gerektirecektir. Paranın dolaşım hızını ekonomide gerçekleşen bütün harcamaların para miktarına bölünmesi ile buluyorduk ($V=P.Y/M$). Bu durumda, para arzı miktarındaki (M) artış, paranın dolaşım hızını düşürecektir.

Sıra Sizde 3

Baumal ve Tobin’in geliştirdiği para talebi modeli ekonomik birimlerin para tutmalarının temel sebebinin işlem amacıyla olduğunu savunmaktadır. Buna göre para talebini, para dışındaki varlıkların faiz oranı, nakit paraya ulaşmanın maliyeti, bireylerin harcamaları ve dolayısıyla bireylerin harcamalarını belirleyen gelir düzeyi ve fiyatlar genel düzeyi ve son olarak nakit paranın çalınma ihtimali etkilemektedir. Bu faktörlerden nominal faiz oranı ve çalınma ihtimali ile para talebi arasında negatif yönlü, harcamalar ve nakit paraya ulaşmanın maliyeti arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Sıra Sizde 4

Keynes, para talebinin gelir düzeyine ve faiz oranlarına bağlı olarak belirlendiğini savunmuştur. Bu yaklaşımda ekonomik birimler günlük harcamalarını karşılamak ve beklenmedik harcamaların ortaya çıkması ihtimaline bağlı olarak ihtiyat amacıyla para talebinde bulunur. Bu iki amaçla elde tutulan para miktarı gelir düzeyine bağlıdır. Keynesyen görüş ekonomik birimlerin aynı zamanda parayı bir varlık olarak değerlendirip spekülasyon amaçla talep edeceklerini de savunmuştur. Spekülasyon amaçla para talebi gelir düzeyine ve faiz oranlarına bağlı olarak değişmektedir. Ekonomik birimler tahvil fiyatlarının düşeceği beklentisine sahiplerse spekülasyon amaçlı para talebi artacaktır. Faiz oranlarındaki değişimler para talebini etkilemektedir. Dolayısıyla, paranın dolaşım hızı faiz oranlarıyla birlikte değişmektedir. Aynı zamanda, para talebi ekonomik birimlerin gelecek dönemdeki faiz oranının değerine ilişkin beklentilerine bağlı olarak değişmektedir. Bu durumda, beklentilerdeki değişimler para talebini ve dolaşım hızını değiştirecektir.

Sıra Sizde 5

Friedman'ın para talebi teorisine göre para dışındaki varlıkların getirisi ile paranın getirisi arasındaki farklar reel para talebini belirlemektedir. Friedman bu farkların oldukça küçük olduğunu ve faiz oranlarındaki değişikliklerin para talebini çok fazla etkilemeyeceğini savunmuştur. Buna bağlı olarak Friedman'ın yaklaşımında dolaşım hızının Keynes'in yaklaşımına göre daha istikrarlı olduğunu söyleyebiliriz.

Yararlanılan Kaynaklar

- Ball, L. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, Worth Publisher.
- Cecchetti, S. G. ve K.Schoenholtz. (2011). **Money, Banking and Financial Markets**, McGraw-Hill Irwin.
- Croushore, D. (2006). "**Money and Banking: A Policy-Oriented Approach**" Houghton Mifflin Company, 1st edition.
- Hubbard, R. ve A. P. O'Brien. (2012). **Money Banking and the Financial System**, New York, Addison Wesley.
- Mishkin, F.S. (2000). **Para Teori ve Politikası**, (Çevirenler: İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak ve Suat Yavuz), Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, F.S. (2008). **Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley, 8th Edition.
- Mishkin, F.S. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley, 10th Edition.
- Özatay, F. (2011). **Parasal İktisat, Kuram ve Politika**, Ankara, Efil Yayınevi.
- Şıklar, İ. (2004). **Para Teorisi ve Politikası**, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Taylor, John. (1995), "**The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework**" *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 9, Issue: 4, s. 11-26.
- Yıldırım, K., D. Karaman ve M. Taşdemir (2009). "**Makro Ekonomi**" Seçkin Yayıncılık.

Yararlanılan İnternet Kaynakları

OECD-<http://www.oecd.org/>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası - EVDS
(<http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>)

7

Amaçlarımız

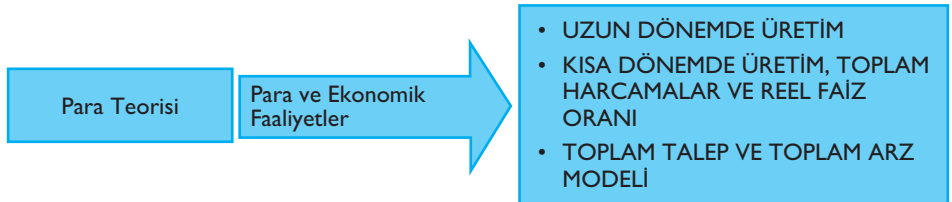
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Para politikası uygulamaların ekonomiye aktarılmasının alternatif kanallarını tartışabilecek,
- Toplam harcamalar eğrisi ve para politikası eğrisini kullanarak toplam talep eğrisinin nasıl elde edildiğini açıklayabilecek,
- Para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerini açıklamak için toplam talep ve toplam arz modelini kullanabilecek bilgi ve becerilere sahip olacaksınız.

Anahtar Kavramlar

- Arz Şoku
- Potansiyel Üretim Düzeyi
- Üretim Açığı
- Tüketim Çarpanı
- Toplam Harcamalar Eğrisi
- Para Politikası Eğrisi
- Paranın Yansızlığı
- Banka Kredileri Kanalı
- Bilanço Kanalı
- Toplam Talep Eğrisi
- Toplam Arz Eğrisi

İçindekiler



Para ve Ekonomik Faaliyetler

Ekonominin genişleme dönemlerinde üretim artar ve bir noktada zirveye ulaşır. Bunu takip eden daralma döneminde üretim artışı yavaşlar ve dip noktasına ulaşır. Bu dalgalanmalar periyodik hareketler değildir. Daralma ve genişleme hareketleri her dalgada farklı gelişir. Bir dipten diğer dibe geçiş süresi birkaç aydan birkaç yıla kadar değişebilir mevsimsel olmayan ve ekonominin bütününe etkileyen bu dalgalanmalar “konjunktür dalgalanmaları” olarak bilinmektedir. Bir ekonominin üretim ve işsizlik oranı gibi temel makroekonomik değişkenleri konjunktür dalgalanmalarıyla birlikte dalgalanmaktadır.

Bu bölümde temel amacımız para ve ekonomik faaliyetler arasındaki ilişkiye giriş yapmaktır. Bir önceki ünite merkez bankalarının bir ekonomideki para arzı miktarı üzerinde etkili olarak nominal faiz oranlarını değiştirdiklerini gördük. Bu ünite merkez bankalarının nominal faiz oranlarını değiştirirken aynı zamanda reel faiz oranları üzerinde de etkili olabildiklerini göreceğiz. Merkez bankaları reel faiz oranları üzerindeki etkilerini kullanarak ekonomik aktivitenin düzeyini belirleyen üretim düzeyi, işsizlik oranı ve enflasyon gibi temel ekonomik değişkenleri etkileyebilirler. Ancak bu ilişki kısa dönemde ortaya çıkmaktadır. Uzun dönemde ise para politikası uygulamalarındaki değişimlerin ekonomideki reel değişkenler üzerinde etkisinin olmadığı kabul edilir. Bu duruma uzun dönemde paranın yansızlığı denilmektedir.

Ünitemizin temel amacının para ve ekonomik faaliyetler arasındaki ilişkiye giriş yapmak olduğunu belirttik. Bu amaçla öncelikle uzun dönemde üretim düzeyinin gösterdiği gelişmeler açıklanacaktır. Ardından, kısa dönemde üretim düzeyinde meydana gelen dalgalanmalar üzerinde önemli bir etkiye sahip olan toplam harcamalar konusu incelenecektir. Toplam harcamalar ile reel faiz oranları arasındaki ilişki ve bu ilişkide merkez bankalarının rolü üzerinde özellikle durulacaktır. Bu bölümde aynı zamanda merkez bankalarının politika uygulamalarının reel ekonomi üzerinde etkili olmasında aracılık eden kredi kanalı ve bilanço kanalının işleyişi açıklanacaktır. Ünitemiz, toplam talep ve toplam arz modeli yardımıyla para politikasının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerini açıklayarak sonlandırılacaktır.

UZUN DÖNEMDE ÜRETİM

Ekonomide mevcut bulunan üretim faktörlerinin tam kapasite kullanılması ile üretilebilecek olan üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyi olarak bilinmektedir. Potansiyel üretim düzeyi; ekonomide var olan kaynakların miktarı, işgücünün büyük-

Potansiyel Üretim Düzeyi: Ekonomide mevcut bulunan üretim faktörlerinin tam kapasite kullanılması ile üretilebilecek olan üretim düzeyidir.

lûğü ve fabrika, makine gibi fiziki sermaye faktörlerine bağlı olarak oluşmaktadır. Kaynakların mal ve hizmetlere dönüştürülmesinde kullanılacak teknolojilere sahip olunması da potansiyel üretim düzeyi üzerinde etkilidir.

Potansiyel üretim düzeyi, bir ekonomide üretilebilecek maksimum düzey değildir. Aksine bu üretim düzeyine ekonomideki mevcut üretim faktörlerinin normal yoğunlukta kullanılması ile ulaşıldığını söyleyebiliriz. Potansiyel üretim düzeyini bir örnek yardımıyla açıklamaya çalışalım.

2000'li yılların başlarından itibaren iç piyasalara yönelik basketbol malzemeleri üreten bir firmanın sahibi olduğunuzu düşünelim. Piyasalardan elde ettiğiniz bilgiye bağlı olarak basketbol malzemelerine olan talebi belirlersiniz. Ardından, üretim için gerekli olan makineleri (fiziki sermaye) satın alır ve bu makineleri işletecek işçileri istihdam edersiniz. Normal şartlar altında belirli bir kâr oranı ile faaliyetlerinize devam ediyorken Uluslararası Basketbol Federasyonları Birliği (FIBA), 2010 yılında yapılacak 16. Dünya Erkekler Basketbol Şampiyonası organizasyonunu düzenleme hakkını Türkiye'ye verdiği haberinin duyulmasıyla birlikte basketbol sporunun ülkemizdeki popülaritesinin arttığını düşünelim. Basketbolun daha geniş kesimlerce sevilmesinde etkili olan bu haberle birlikte basketbol malzemelerine olan talep de artacaktır.

Beklenmedik bu yeni gelişme ile birlikte artan talebi karşılamak amacıyla öncelikle fabrikamızda bulunan tüm makineleri, mevcut olan işgücünüz doğrultusunda mümkün olan en yüksek üretimi sağlayacak kadar çalıştırırız. Bu seviyedeki üretim, potansiyel üretim düzeyinin üstündedir. Tam bu süreçte, Türk millî takımının Avusturya ve İsviçre'de ortak düzenlenen EURO 2008 Avrupa Futbol Şampiyonası'nda üçüncü olmasına bağlı olarak futbol malzemelerinin satışında bir patlama buna karşılık basketbol malzemelerinin satışında bir daralma yaşandığını düşünelim. Oluşan bu yeni talep yapısı üretimi normal seviyenin altına çekmeyi gerektirecektir. Makinelerimizi daha az kullanacak ve işgücünden daha az faydalanarak fabrikamızın kapasitesi kapsamında üretebileceğimiz potansiyel üretim seviyemizin daha altında bir üretimde bulunmamız gerekecektir.

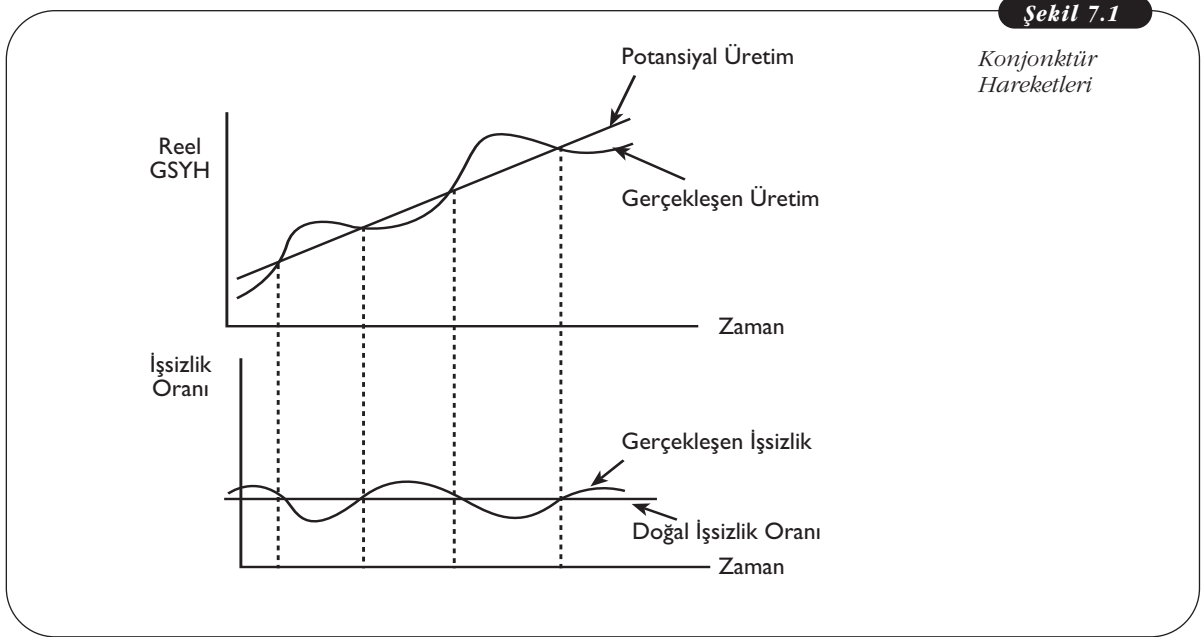
Basketbol malzemeleri üreten tesisinizin koşulları zaman içinde değişiklikler gösterecektir. İlk olarak talepteki artmanın veya azalmanın sürekli olacağına inanıyorsanız tesisinizin üretim kapasitesini artırma veya azaltma yönünde yeniden ölçeklendirebilirsiniz. İkincisi, teknolojik gelişmelere bağlı olarak mevcut sermaye ve işgücü seviyenizi değiştirmeden üretiminizi arttırabilirsiniz. Bir başka ifadeyle, fabrikanızın normal üretim düzeyi zaman içerisinde değişecektir. Bu değişim genellikle büyüme yönünde gerçekleşirken, bazı istisnai durumlarda küçülme de gözlenebilecektir. Yani, kısa dönemde üretiminiz normal üretim düzeyinizden sapsular gösterirken, uzun dönemde normal üretim düzeyinizin artış yönünde bir gelişme göstermesi beklenecektir.

Basketbol malzemeleri üreten fabrikamız için geçerli olan koşullar ekonominin bütünü için de geçerlidir. Bir ekonominin potansiyel üretim düzeyini gösteren normal bir üretim seviyesi vardır. Ekonomideki sermaye stoku ve işgücü miktarı zaman içerisinde artacak ve teknolojik gelişmeler üretimin etkinliğini arttıracaktır. Bu sebeple potansiyel üretim düzeyi sabit değildir, zaman içerisinde artma eğilimindedir. Beklenmeyen ekonomik olaylar, ekonomide gerçekleşen üretim düzeyini potansiyel üretim düzeyinden farklılaştırarak **üretim açığı** yaratabilir. Gerçekleşen üretim düzeyinin, potansiyel üretim düzeyinin üzerinde olmasına **genişlemeci üretim açığı** denir. Gerçekleşen üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyinin altındaysa **daraltıcı üretim açığı** denir. Bu çıktı açıkları zaman içerisinde birbirlerini dengeleyecektir ve uzun dönemde gerçekleşen üretim ile potansiyel üretim birbirine eşit olacaktır.

Genişlemeci Üretim Açığı: Bir ekonomide belirli bir zaman aralığında gerçekleşen üretim düzeyinin, potansiyel üretim düzeyinin üzerinde olmasıdır.

Daraltıcı Üretim Açığı: Bir ekonomide belirli bir zaman aralığında gerçekleşen üretim düzeyinin, potansiyel üretim düzeyinin üzerinde olmasıdır.

Gerçekleşen üretim düzeyi ile potansiyel üretim düzeyinin kısa dönemde gösterdiği farklılaşmalar konjonktür hareketleri aracılığıyla takip edilir. Konjonktür hareketleri, ekonomik faaliyetlerin genelinde eş zamanlı olarak gözlenen ve sürekliliği olan dalgalanmalar olarak tanımlanabilir. Şekil 7.1 potansiyel üretim düzeyinin uzun dönemde sergilediği istikrarlı davranış ile gerçekleşen üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyinden sapmaları ve kısa dönemde potansiyel üretim düzeyinde meydana gelen sapmalara bağlı olarak işsizlik oranında meydana gelen değişimleri göstermektedir. Gerçekleşen üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyinin üzerinde olduğu dönemler, ekonominin canlanma dönemleri olarak isimlendirilmektedir. Ekonominin canlandığı dönemlerde üretim düzeyinde yaşanan artışa bağlı olarak işsizlik oranları da düşecek ve doğal işsizlik oranının altında bir değer alacaktır.



Gerçekleşen üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyinin altında olması durumu ise ekonominin daralmaya girmesi olarak tanımlanmaktadır. İktisatçılar ekonomik daralmanın ve genişlemenin boyutlarını üretim açığı (\tilde{Y}) aracılığıyla hesaplarlar. Üretim açığı gerçekleşen üretim düzeyi (Y) ile potansiyel üretim (Y^*) düzeyi arasındaki farkın yüzde değerine eşittir ve matematiksel olarak şu şekilde gösterilebilir:

$$\tilde{Y} = \frac{Y - Y^*}{Y^*}$$

Üretim açığı değişkeninin pozitif bir değer alması, ekonominin genişleme döneminde olduğunu; negatif bir değer alması ise ekonominin daralma döneminde olduğunu göstermektedir.

Gördüğümüz gibi, bir ekonomide üretim düzeyi uzun dönemde istikrarlı bir seviyede izlenirken, kısa dönemde dalgalanmalar göstermektedir. Bu dalgalanmalar ekonomik faaliyetleri daraltmakta veya canlandırmaktadır. Dalgalanmalara sebep olan

en önemli etkenlerden birisi **toplam harcama** düzeyidir. Toplam harcamalardaki bir artış ekonomik faaliyetleri canlandıracak, azalış ise daraltacaktır.

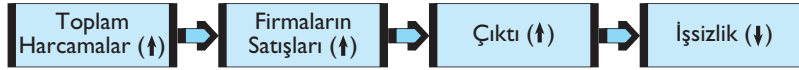
KISA DÖNEMDE ÜRETİM VE TOPLAM HARCAMALAR

Bir ekonominin kısa dönemde daralma ve genişleme dönemlerine girmesinin ardında yatan temel sebep **toplam harcama** düzeyidir. Bu değişken, bir ekonomide üretilen bütün mal ve hizmetlere tüketiciler, firmalar ve hükümet tarafından yapılan harcamaların tamamını içerir. Toplam harcamalardaki değişimler konjunktür dalgalanmalarına neden olur.

Toplam harcamalarda meydana gelen değişimlerin ekonomiyi nasıl etkilediği Şekil 7.2 aracılığıyla açıklanabilir. Harcamalardaki bir artış mal ve hizmet üretiminde bulunan firmaların daha çok satış yaptığı anlamına gelmektedir. Firmalar, artan satış rakamlarına bağlı olarak üretimlerini de arttıracaktır. Yani artan harcamalar çıktı düzeyini de arttıracaktır. Çıktı düzeyindeki artış ise firmaların daha fazla işgücüne ihtiyaç duymalarına sebep olacaktır. Böylelikle ekonomideki işsizlik oranı azalacaktır. Tabii bu sürecin tersi de geçerlidir. Toplam harcamalardaki bir azalma, firmaların satış düzeylerini düşürerek daha düşük bir çıktı düzeyi ve daha yüksek bir işsizlik oranına sebep olacaktır.

Şekil 7.2

Toplam Harcamaların Ekonomik Faaliyetler Üzerindeki Etkileri



Bu noktada iki soru karşımıza çıkmaktadır. Birincisi, konjunktür dalgalanmaları toplam harcamalardaki değişimlere bağlı olarak oluşuyorsa toplam harcamalardaki değişimler neye bağlı olarak oluşmaktadır? İkincisi, bu süreçte para politikasının oynadığı rol nedir? Bu sorulara cevap verebilmek için ekonomideki farklı harcamaların neler olduğunu ve bunları etkileyen faktörleri ele almamız gerekir. İktisada giriş dersinden hatırlayabileceğimiz gibi toplam harcamaların dört bileşeni bulunmaktadır:

- **Tüketim (C):** Bireyler tarafından yiyecek, giyecek, ulaşım, eğlence, eğitim vb. üretilmiş mal ve hizmetlere yapılan harcamalardır.
- **Yatırım (I):** Firmaların yeni bir fabrika veya makine gibi fiziki sermaye satın alımları ile stoklara yapılan eklemelerin toplamıdır.
- **Kamu Harcamaları (G):** Kamu kesiminin hizmetlerini yerine getirebilmek için yaptıkları harcamalardır. Savunma harcamalarından, kamu personeline yapılan ödemeye kadar uzanan çeşitli harcamaları kapsar.
- **Net İhracat (NX):** Mal ve hizmet ihracat değerinden ithalat değerini çıkarılması ile bulunur. Toplam net ihracat, ithalatın ihracattan az olması durumunda pozitif, tersi durumda negatif olacaktır.

Bu dört harcama bileşeninin toplamı ekonomideki toplam harcamalar (AE) düzeyini göstermektedir. Toplam harcamaların ekonomideki çıktı düzeyine eşit olduğunu kabul edersek bu ilişkiyi aşağıda gösterdiğimiz şekilde ifade edebiliriz:

$$Y=AE=C+I+G+NX$$

Harcama bileşenlerinin birini etkileyen herhangi bir faktör, ekonominin toplam harcamalar ve buna bağlı olarak toplam üretim düzeyini etkileyecektir.

Faiz Oranının Toplam Harcamalar Üzerindeki Etkisi

Toplam harcamalar üzerinde birçok farklı faktörün etkisi bulunmaktadır. Ancak bu bölümün temel amacı olan para ve ekonomik faaliyetler arasındaki ilişkiyi daha iyi anlamamızı sağlayacak temel faktör **faiz oranları**dır. Konuya bu açıdan yaklaştığımız zaman, toplam harcamaların birleşenlerini; faiz oranlarına duyarlı olanlar ve faiz oranlarına duyarsız olanlar üzere ikiye ayırabiliriz. Toplam harcamaların yatırım, tüketim ve net ihracat bileşenleri faiz oranlarındaki değişimlerden etkilenmektedir. Faiz oranlarından etkilenmediğini kabul ettiğimiz bileşen ise kamu harcamalarıdır. Faiz oranlarındaki artış, kamunun borçlanma maliyetini arttırarak bütçe dengesi üzerinde negatif etki yaratabilir. Ancak bu etki nispeten küçük olacaktır bu yüzden kamu harcamalarının faiz oranlarındaki değişimlere karşı duyarlı olduğu kabul edilir.

Toplam harcamaların faize duyarlı bileşenleri arasında en önemlisi yatırım harcamalarıdır. Faiz oranlarındaki artış, şirketlerin yatırım projelerinin finansmanını daha pahalı hâle getirecektir. Bu durumda şirketler yatırımlarını erteleyecek ve toplam harcamalar azalacaktır.

Net ihracat kalemi ile faiz oranları arasındaki ilişki biraz daha karışıktır. Döviz kurlarının anlamı ve belirlenmesi başlığını taşıyan beşinci ünite, kısa dönemde döviz kurlarında meydana gelen değişimleri açıklarken faiz oranı ile döviz kuru ilişkisini anlatmıştı. Kısaca hatırlatmak gerekirse yurt içi reel faiz oranlarının yukarıya doğru hareket ettiği bir ekonomik ortamda, yerli para cinsinden aktiflerin getirileri artacaktır. Beklenen getirideki bu yükselmeye bağlı olarak yatırımcıların yerli para cinsinden aktiflere yönelttiği talep de artacaktır. Talepteki bu artış ise yerli paranın değer kazanması ile sonuçlanacaktır. Yerli paranın değer kazanması, ithal edilen mal ve hizmetlerin yurt içindeki fiyatlarını aşağıya çekerek ithalatın artması ile sonuçlanacaktır. Diğer yanda, yerli paranın değer kazanması, ihraç edilen malların uluslararası piyasalarda daha pahalıya satılmasına neden olarak ihracatı azaltacaktır. Kısaca, faiz oranlarındaki bir artış, yerli paranın değerini ve ithalatı arttıracak, ihracatı ise azaltacaktır. Buna bağlı olarak ihracattan ithalatın çıkartılması olarak tanımladığımız net ihracat kalemi azalacaktır. Görüldüğü gibi faiz oranlarındaki yükseliş, toplam harcamalar kaleminin bir bileşenini daha azaltmaktadır.

Yüksek faiz oranlarının toplam harcamalar üzerindeki etkisi **tüketim çarpanı** aracılığıyla artmaktadır. Harcama miktarındaki bir azalış, bireylerin gelir seviyelerini düşürecek, gelir düzeyindeki azalma ise bireylerin daha az tüketim harcamaları yapmalarına sebep olacaktır. Örneğin faiz oranlarındaki artış sonucunda kredi maliyetleri artan ve bu sebeple yatırımlarını erteleyen şirketler, bu yatırım projelerinde çalışacak diğer firmalara ve işçilere iş veremeyecektir. Ekonomik birimlerin gelirlerindeki azalma, tüketim amacıyla daha az harcamada bulunulmasına yol açacaktır.

Tüketim harcamalarındaki azalma ise satışları azaltacağı için faiz oranlarındaki değişimlerden doğrudan etkilenmeyen firmaları bile olumsuz etkileyecektir. Satış yapamayan mağaza sahiplerinin ve çalışanların gelir düzeyleri düşecek ve tüketim daha da kısıllacaktır. Bu sürecin sonunda düşük harcama düzeyi ekonominin geneline yayılacaktır.

Faiz oranlarındaki artışın ekonomi üzerinde yarattığı etkiler bu kadarla sınırlı değildir. Faiz oranlarındaki artışlar aynı zamanda bir ekonomideki hisse senedi piyasası, bankacılık sistemi gibi farklı kanallar aracılığıyla da ekonomi üzerinde etkili olmaktadır. İktisatçılar, para politikası uygulamalarına bağlı olarak değişen faiz

Parasal Aktarım

Mekanizması: Para politikası uygulamalarının üretim ve fiyatlar genel düzeyi değişenlerini hangi kanallar aracılığıyla, ne kadar bir gecikmeyle, ne ölçüde etkilediğini incelemektedir.

oranlarının üretim düzeyi ve enflasyon üzerinde etkili olmasına aracılık eden yöntemlere **parasal aktarım mekanizması** adını vermektedir. Aşağıda yer alan bölümde, parasal aktarım mekanizmalarının işleyişi genel olarak açıklanmış ve bu aktarım sürecine aracılık eden **banka kredileri** ve **bilanço kanalları** tartışılmıştır.

Para Politikasının Ekonomiye Aktarımında Alternatif Kanallar

Para politikası uygulamalarının toplam harcamalar ve reel ekonomi üzerinde etkili oluş sürecinde üç aşamadan bahsedebiliriz. Merkez bankasının kısa vadeli nominal faiz oranlarında yaptığı değişikliklerin kısa ve uzun vadeli reel faiz oranlarını etkilemesi, aktarım mekanizmasının ilk adımıdır. Bu aşamada faizlerdeki değişiklikler varlık fiyatlarına, döviz kuruna ve kredi koşullarına yansımak suretiyle öncelikle finansal piyasaları etkilemektedir. Finansal piyasalardaki değişiklikler, ekonomik birimlerin harcamalarını etkileyecek düzeyde finansman maliyetlerini etkiler. İkinci aşamada finansman maliyetlerindeki değişimlere bağlı olarak ekonomideki toplam harcama düzeyi değişmektedir. Üçüncü aşamada ise toplam harcamalardaki bu değişimler üretimi ve fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir.

Parasal aktarım mekanizması; faiz kanalı, kur kanalı, kredi kanalı ve bilanço kanalını içermektedir. Faiz kanalı ve kur kanalı geleneksel kanallar olarak da bilinmektedir. Ünitemiz kapsamında, merkez bankasının faiz kanalını kullanarak toplam harcama miktarını nasıl etkilediğini, böylece üretim açığını ve enflasyon oranı üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğunu göreceğiz. Faiz oranlarının toplam harcamaların dört bileşeninden biri olan net ihracat miktarı üzerindeki etkileri ise parasal aktarımın kur kanalını göstermektedir.

Faiz kanalı ve kur kanalına ek olarak para politikası uygulamasındaki değişiklikler banka kredilerini ve bilançoları da etkilemektedir. Faiz oranlarındaki değişikliklerin banka kredileri ve bilançolar aracılığıyla ekonomik aktiviteler üzerinde etkili olması parasal aktarım mekanizmasının **banka kredileri kanalı** ve **bilanço kanalı** olarak bilinmektedir. Bu kanallar aşağıda açıklanmıştır.

Banka Kredileri Kanalı: Banka kredileri kanalı, finansal sistemde bankaların önemli bir rol üstlendiği görüşüne dayanmaktadır. Bankalar, tasarruf sahiplerinin fonlarını yatırımcılar ile buluşturur ve enformasyon asimetrisinden doğan problemlere çözüm sağlar. Banka kredileri, bir ekonomide özellikle küçük firmalar için çok önemlidir.

Altıncı ünitenin sonunda para piyasasında denge konusunu açıklarken merkez bankasının parasal tabanı etkilemek için açık piyasa işlemleri ve reeskont kredileri olmak üzere iki aracının bulunduğunu belirtmiştik. Merkez bankası, açık piyasa işlemleri aracılığıyla bankacılık sisteminden menkul kıymet alırsa bunun karşılığında bankalara rezerv aktaracaktır. Bankalar, rezervlerinde meydana gelen bu artış kredi olarak kullandıracaklardır. Yani banka rezervlerindeki artış banka kredilerine bağımlı küçük firmaların elde edebileceği fonlarda ve dolayısıyla da yatırımlarda bir artışa yol açacaktır. Bu mekanizmayı aşağıdaki gibi özetleyebiliriz:

$$M^S (\uparrow) \rightarrow \text{Banka Rezervleri} (\uparrow) \rightarrow \text{Banka Kredileri} (\uparrow) \rightarrow I (\uparrow) \rightarrow Y (\uparrow)$$

Görüldüğü gibi, merkez bankalarının para arzını arttırmak için bankacılık sistemi-ne rezerv aktarması bankaların kullandırmak istedikleri kredi miktarını arttıracak, banka kredilerindeki artış ise yatırım harcamalarını arttırarak ekonominin gelir ve üretim düzeyini yükseltecektir.

Bilanço Kanalı: Merkez bankalarının, bankaların kullandırmak istedikleri kredi miktarını etkilemek yanında, kredi kullanıcılarının kredi itibarı üzerinde de

Bilanço Kanalı: Para politikası uygulamalarının, potansiyel kredi kullanıcılarının bilançolarının net değeri üzerinde etkili olarak ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olma yöntemini açıklamaktadır.

önemli bir etkisi vardır. Para politikasının aktarımında **bilanço kanalı**, merkez bankasının potansiyel kredi kullanıcılarının bilançolarının net değeri üzerinde sahip olduğu doğrudan etkiye bağlı olarak çalışmaktadır.

Merkez bankasının para arzını arttırması, faiz oranlarını düşme eğilimine sokacak ve ekonomik birimlerin elinde tutmak istediklerinden daha fazla para bulacaktır. Ekonomik birimler daha fazla harcama yaparak bu paradan kurtulacaktır. Bu süreçte, paranın harcanacağı yerlerden biri hisse senedi piyasalarıdır. Bu da hisse senetlerine olan talebi arttıracak ve sonuçta hisse senedi fiyatları artacaktır. Yüksek hisse senedi fiyatları ise firmaların net değerlerini arttırarak firmaların krediye ulaşımını kolaylaştıracaktır.

Faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak firmaların kullandıkları kredilerin maliyetleri azalacak ve bilançolarındaki borç oranı düşerek finansal durumları güçlenecektir. Faiz oranlarında yaşanan düşüş aynı zamanda tüketicilerin de kredi maliyetlerini azaltarak daha fazla harcama yapmalarını sağlayacaktır. Bir taraftan kredilerinin maliyetlerindeki düşüşe bağlı olarak finansal durumlarının güçlenmesi, diğer taraftan satışlarının artması firmaların kârlılığını arttıracaktır. Bir bankanın kredi verirken ilk baktığı husus, kredi kullanıcısının toplam geliri içerisinde kullanılması planlanan kredinin taksitlerinin oranıdır. Faiz oranlarının azalması ile birlikte bu oranın değeri düşecektir ve kredi kullanımını arttıracaktır.

Genişlemeci bir para politikası yukarıda açıkladığımız iki etkiye bağlı olarak firmaların net değerlerini arttıracak ve bilançolarını iyileştirecektir. Yüksek bir net değer, firmanın kullandığı krediyi geri ödememe durumunda katlanacağı maliyeti arttıracaktır. Yani yüksek net değer firmaların kullandıkları kredilerle riskli ve maceralı işlere girişme eğilimini azaltacaktır.

Yüksek bir net değere sahip olunması, borçlar açısından daha yüksek bir teminat anlamına gelir. Böylece, borçları geri ödememe olasılığı azalır ve kredi verme isteği artar. Yüksek net değere sahip olan bir firmanın, işlerin kötüye gitmesi durumunda katlanacağı kayıplar da büyük olur. Dolayısıyla merkez bankasının bankaların kullandırtacağı kredi miktarı üzerinde doğrudan bir kontrolü olmamasına karşın, parasal bir genişlemenin ardından firmaların net değerlerinin yükselmesi bankaların verdikleri kredi miktarını arttırmaktadır.

Özetlersek genişlemeci bir para politikası ($M^S \uparrow$), hisse senedi fiyatlarında bir yükselmeye ($P_{bisse} \uparrow$) ve firmanın net değerinin yükselmesine neden olur. Bu da kredilerin geri ödememe olasılığını azaltarak bankaların kredi kullanımını artırır. Sonuçta yatırımlar ($I \uparrow$) ve üretim hacmi ($Y \uparrow$) artar.

$M^S \uparrow \rightarrow$ Kredilerin Geri Ödememe Olasılığı (\downarrow) \rightarrow Banka Kredileri (\uparrow) $\rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

İkinci olarak genişlemeci bir para politikası ($M^S \uparrow$), faiz oranlarında bir düşüşe neden olurken firmaların gelir ve giderlerinde nakit olarak yer alan para akımını gösteren nakit akımlarını artırır. Firmaların finansal pozisyonları güçlenirken kredilerin geri ödememe olasılığı azalır. Bankaların kullandırttığı krediler artar ve böylelikle yatırımlar ($I \uparrow$) ve üretim hacmi ($Y \uparrow$) artar.

$M^S \uparrow \rightarrow$ Nakit Akımı (\uparrow) \rightarrow Eksik Bilgiden Kaynaklanan Sorunlar (\downarrow) \rightarrow
Banka Kredileri (\uparrow) $\rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Faiz oranlarında gerçekleşen artış bir firmanın net değerini nasıl etkiler? Firmanın net değerindeki değişme ile bankaların bu firmalara kullandırttığı kredi miktarı arasında bir ilişki var mıdır?



SIRA SİZDE

1

Toplam Harcamalar Eğrisi: reel faiz oranı ile üretim düzeyi arasındaki ilişkiyi toplam harcamalar aracılığıyla göstermektedir.

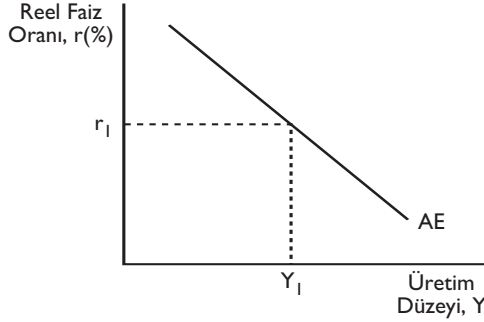
Toplam Harcamalar Eğrisi

Faiz oranlarının toplam harcamalar üzerindeki etkisini Şekil 7.3'te gösterdiğimiz toplam harcamalar eğrisi (AE) yardımıyla özetleyebiliriz. Toplam harcamalar eğrisi; reel faiz oranının, toplam harcamalar aracılığıyla üretim düzeyi üzerinde nasıl etkili olduğunu göstermektedir. Faiz oranlarındaki bir artışın toplam talebi azaltacak olmasına bağlı olarak toplam harcamalar eğrisi negatif eğimli çizilmiştir. Yatay eksen-

de yer alan üretim düzeyi değişkeni reel faiz oranının aldığı değere bağlı olarak potansiyel üretim düzeyinin altında veya üstünde olabilir. Uzun dönemde, ekonomide gerçekleşen üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyine yaklaşacağını daha önce açıklamıştık. Bu durumda uzun dönem reel faiz oranımız, ekonomideki toplam harcamalar düzeyimizi toplam üretim düzeyine eşitleyen faiz oranına eşit olacaktır.

Şekil 7.3

Toplam Harcamalar Eğrisi



Toplam Harcamalar Aracılığıyla Para Politikasının Denge Üretim Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesi

Üretim düzeyi üzerinde önemli bir etkisi olan reel faiz oranlarının değerinin kısa dönemde belirlenmesinde merkez bankası etkilidir. Para piyasasında denge konusunu açıkladığımız bir önceki ünitemizde, merkez bankasının para arzı düzeyini etkileyerek kısa dönemde nominal faiz oranlarını nasıl belirlediğini görmüştük. Merkez bankalarının kısa dönemli nominal faiz oranları üzerindeki kontrolü aynı zamanda reel faiz oranlarını da kontrol edebilmelerini sağlamaktadır.

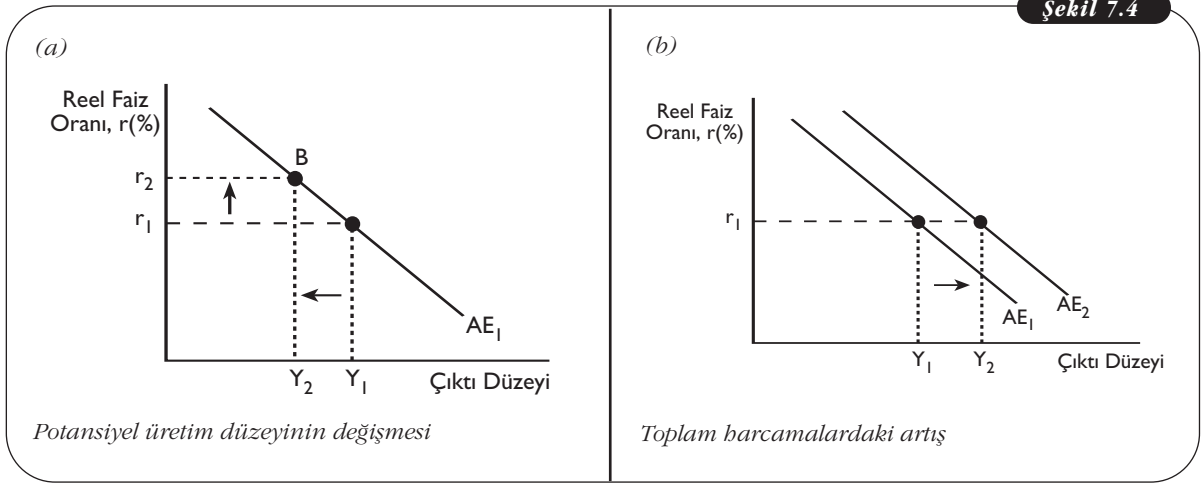
Üçüncü ünite, enflasyon etkisinin nominal faiz oranından arındırılmasıyla reel faiz oranı elde ettiğimizi açıklamıştık. Reel faiz oranının değerini bulmak için Fisher eşitliğini kullanıyorduk. Fisher eşitliğine göre reel faiz oranı; nominal faiz oranı ile beklenen enflasyon oranı arasındaki farka eşit olduğunu görmüştük ($i_r = i - \pi^e$). Beklenen enflasyon değerini nelerin belirlediği konusunda iktisatçılar arasında görüş birliği bulunmamaktadır. Ancak merkez bankalarının nominal faiz oranlarına ilişkin değişikliklerine bağlı olarak bu beklentinin kısa sürede değişiklikler göstermediği genel olarak kabul edilmektedir. Bu sebeple, nominal faiz oranlarını belirleyen merkez bankalarının aynı zamanda kısa dönem reel faiz oranının değeri üzerinde kontrol sahibi olduğunu söyleyebiliriz.

Merkez bankaları piyasada elde ettikleri enflasyon beklentisi rakamlarını veri olarak kullanarak reel faiz oranlarını istedikleri düzeyde tutmalarını sağlayacak şekilde nominal faiz oranları belirleyebilir. Merkez bankalarının enflasyon beklentilerini ölçmek için çeşitli yöntemleri vardır. Beklenti anketi T.C. Merkez Bankasının enflasyon beklentisini ölçmek için kullandığı yöntemlerden biridir. Yaşamın içinden bölümünde 2012 yılının Mart ayında düzenlenen beklenti anketinin enflasyon beklentisi sonuçlarına ilişkin CNN Türk internet sitesinden alınan bir haber yer almaktadır.

Para politikası yürütücülerinin reel faiz oranlarının %3 düzeyinde olması istediklerini varsayalım. Eğer enflasyon beklentisi %6 olarak belirlenmişse merkez bankası hedef faiz oranını %9 düzeyinde tutacaklardır. Bu durumda reel faiz oranı

$\%9 - \%6 = \%3$ olacaktır. Merkez bankası, nominal faiz oranını düşürdüğü zaman reel faiz oranı düşecek, arttırdığı zaman reel faiz oranı da artacaktır.

Merkez bankasının belirlediği reel faiz oranları, toplam harcamalar aracılığıyla bir ekonomideki üretim düzeyi üzerinde etkili olmaktadır. Bu ilişki Şekil 7.4'te gösterilmektedir. Şeklin (a) panelinde merkez bankasının reel faiz oranlarını arttırıcı yönde bir para politikası uygulaması yürütmesi durumunda, reel faiz oranları r_1 düzeyinden r_2 düzeyine çıkmakta ve toplam harcamalarda meydana gelen azalışa bağlı olarak, üretim düzeyi Y_1 'den Y_2 'ye kayarak daralmaktadır.



Verili bir faiz oranında toplam harcamaları arttıran değişikliklere **harcama şoku** adı verilir. Harcama şoklarına örnek olarak hükümetin askerî harcamaları arttırmasını gösterebiliriz. Askerî harcamaların artması, toplam harcamaların kamu harcamaları (G) birleşenini arttıracak ve Şekil 7.4'ün (b) panelinde gösterildiği gibi toplam harcamalar eğrisini AE_1 'den AE_2 'ye doğru sağa kaydıracaktır. Toplam harcamalardaki bu artışa karşı olarak merkez bankası reel faiz oranlarını sabit tutarsa ekonomide gerçekleşen denge üretim düzeyimiz (Y_1 'den Y_2 'ye doğru) artacaktır.

Toplam harcamaları oluşturan tüketim, yatırım, kamu harcamaları ve net ihracat bileşenleri çok farklı sebeplerle değişiklikler göstermektedir. Buna bağlı olarak harcama şoklarının pek çok farklı türünden bahsedebiliriz. Bu şoklar, harcamaları arttırıcı bir etki yaratarak toplam harcamalar eğrisini sağa kaydırabileceği gibi, harcamaları azaltıcı bir etki yaratarak toplam harcamalar eğrisini sola da kaydırabilir. Merkez bankasının reel faiz oranlarını sabit tutması durumunda her iki etkinin sonucunda da üretim düzeyi değişecektir. Örneğin hükümetin vergi oranlarını arttırması, ekonomik birimlerin gelirlerinden tüketime ayırabilecekleri kısmı azaltır. Tüketim harcamaları azalırken toplam talep eğrisi sola doğru kayacaktır. Vergi oranlarının azaltılması durumunda ters yönde bir etki ortaya çıkacaktır. Benzer şekilde tüketicilerin ekonomik yapıya duydukları güven tüketim harcamalarında önemli bir etkiye sahiptir. Tüketicilerin gelecek dönemlerle ilgili beklentilerinin bozulması daha fazla tasarrufla bulunup daha az tüketim harcamaları yapmalarına sebep olacaktır. Ekonomide teknolojik gelişmelerin yaşanması firmaların bu alanlarda daha çok yatırım yapmalarına sebep olacak ve yatırım harcamalarını arttıracaktır.

Bir ekonomide kamu harcamaları artarken bütçe açığı vermek istemeyen hükümet, kamu harcamalarındaki artış kadar vergileri de arttırıyorsa toplam harcamalar eğrisi bu durumdan nasıl etkilenecektir?



SIRA SİZDE

2

Para Politikası Eğrisi

Reel faiz oranları ile üretim düzeyi arasındaki ilişkiyi gösteren toplam harcamalar eğrisini açıklarken merkez bankasının reel faiz oranlarını yukarıya çekmesinin ekonomideki toplam harcamalar düzeyini ve buna bağlı olarak üretimi azaltacağını belirtmiştik. Bir merkez bankası neden toplam harcamaları ve üretimi azaltmak ister? Kitabımızın sekizinci ünitesinde para arzı ve fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişki ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır. Toplam harcamalardaki artış, bir ekonomideki toplam talep düzeyinin toplam arz düzeyinin üstüne çıkmasına sebep olarak fiyatlar genel düzeyini yükseltir. Eğer toplam talep sürekli olarak toplam arzdan fazla ise bu süreç ekonomide enflasyon ile sonuçlanır. Ekonomideki enflasyonist baskıyı kontrol etmek isteyen merkez bankaları, faiz oranı ile toplam harcamaları ve dolayısıyla toplam talebi kontrol eder.

Şimdi, bir ekonomide yaşanan enflasyona merkez bankasının reel faiz oranlarını kullanarak nasıl reaksiyon gösterdiğine bakalım. Bu amaçla **para politikası (MP)** eğrisini kullanacağız. Bu eğri, bir ekonomide merkez bankasının düzeyini belirlediği reel faiz oranları ile o ekonomide gerçekleşen enflasyon oranları arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu eğriye temel teşkil eden ilişkiyi aşağıdaki şekilde yazabiliriz:

$$r = \bar{r} + \lambda \cdot \pi$$

Bu eşitlikte r , reel faiz oranını; \bar{r} reel faiz oranının enflasyondan bağımsız olarak belirlenen kısmını; π , enflasyon oranını ve λ ise merkez bankasının enflasyon oranına karşılık olarak reel faiz oranında gerçekleştirdiği değişimin derecesini göstermektedir.

Bu eşitliği daha açık bir şekilde ifade edebilmek için bir örnek vermek faydalı olacaktır. Örneğin $\bar{r} = 1.0$ ve $\lambda = 0,5$ olduğunu düşünelim. Bu durumda yukarıda eşitliğimizi aşağıdaki şekilde yeniden yazabiliriz:

$$r = 1.0 + 0,5 \cdot \pi$$

Eğer ekonomide gerçekleşen enflasyon oranı %1 ise, merkez bankası reel faiz oranını %1,5'e eşit olacak şekilde ayarlayacaktır. Enflasyon oranının %2'ye eşit olması durumunda, reel faiz oranı %2 olacaktır. Enflasyon oranının %3 olması durumunda ise reel faiz oranı %2,5 olacaktır.

Merkez bankası, toplam talebi azaltmak amacıyla nominal faiz oranlarını enflasyondaki artış oranının üstünde bir oranda arttırmaktadır. Bir kere daha ayrıntılı bir şekilde açıklayalım. Toplam talebin artması enflasyonu arttırmaktadır. Enflasyondaki artış reel faiz oranlarını düşürmekte, bu düşüşe bağlı olarak toplam harcamalar ve toplam talebin daha fazla artmasına sebep olmaktadır. Merkez bankası toplam talebi azaltarak fiyat istikrarını sağlamayı amaçlamaktadır. Bu durumda merkez bankasının nominal faiz oranlarını, enflasyondan fazla arttırarak reel faizi yükseltmesi gerekmektedir. Reel faizlerdeki yükseliş toplam harcamaları azaltarak toplam talebi düşürecektir.

Bu durumda reel faiz oranı ile enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi gösteren para politikası eğrimizi aşağıdaki şekilde çizebiliriz.

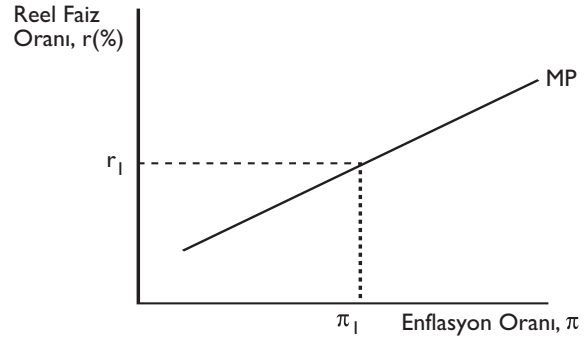
Para politikası eğrisi bize merkez bankalarının enflasyonda yaşanan gelişmelerin nasıl reaksiyon gösterdiğini göstermektedir. Bu eğrinin eğimi, merkez bankalarının enflasyona hangi şiddetle tepki verdiklerini göstermektedir. Eğrinin eğiminin

Para Politikası Eğrisi:
Merkez bankalarının enflasyonda yaşanan gelişmelere verdiği tepkiyi göstermektedir.

dikleşmesi (λ katsayısının artması), merkez bankasının enflasyonda yaşanan artış oranına karşılık reel faiz oranlarını daha fazla yukarıya çektiği anlamına gelmektedir. Eğer merkez bankası sadece enflasyonda ortaya çıkan artış oranı kadar nominal faiz oranını arttırsa reel faiz oranı sürekli sabit kalacak ve para politikası eğrisi yatay eksene paralel olacaktır. Enflasyondaki artışlara kayıtsız kalan ve faiz oranlarını değiştirmeyen bir merkez bankasının (λ katsayısının sıfır olması) para politikası eğrisi negatif eğimli olacaktır. Ancak çağdaş merkez bankacılığı anlayışı merkez bankalarının en önemli görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğunu belirtmektedir. Bir merkez bankasının enflasyonda meydana gelecek artışlara kayıtsız kalmasını beklemek gerçekçi olmayacaktır.

Şekil 7.5

Para politikası eğrisi



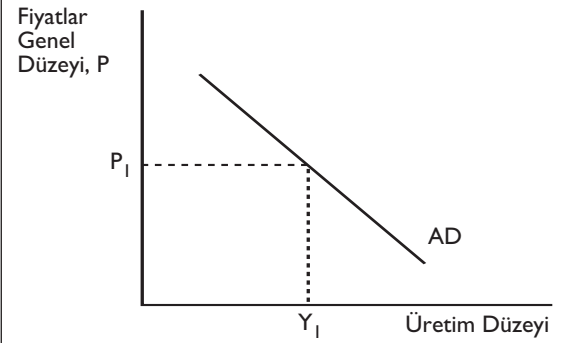
TOPLAM TALEP VE TOPLAM ARZ MODELİ

Makroekonomi dersimizden toplam talep eğrisinin, değişik fiyat düzeylerinde para ve mali piyasalarının dengede olduğu üretim seviyelerini gösterdiğini biliyoruz. Bu ünite, toplam talep eğrisini merkez bankasının fiyat artışlarında ortaya çıkan değişimleri faiz oranları kanalıyla müdahale ettiği bir ekonomik ortamda enflasyon ile üretim düzeyi arasındaki ilişkiyi göstermek amacıyla kullanacağız. Bir başka ifadeyle bu bölümde, toplam talep eğrisi yardımıyla enflasyon oranlarında yaşanan değişimlerin toplam üretim düzeyi üzerindeki etkilerini analiz edeceğiz. Şu ana kadar yapılan açıklamalardan, merkez bankasının enflasyonda yaşanan artışlara faiz oranlarını arttırarak karşılık verdiğini biliyoruz. Merkez bankasının enflasyon oranındaki artışa gösterdiği reaksiyonu, Şekil 7.5'te para politikası eğrisi üzerinde kaymalar şeklinde olacağını göstermiştik. Faiz oranlarındaki artış ise yatırım, tüketime ve net ihracat harcamaları üzerinde etkili olarak toplam harcamaları azaltacaktır. Bu etkiyi de Şekil 7.3'te gösterdiğimiz toplam harcamalar eğrisi aracılığıyla göstermiştik. Toplam harcamalar eğrisinden öğrendiğimiz bilgileri, para politikası eğrisinden öğrendiğimiz bilgilerle birleştirerek, enflasyon oranını gösteren fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine bağlı olarak talep edilen toplam üretim düzeyinin düştüğünü söyleyebiliriz. Enflasyon ile talep edilen toplam üretim miktarı arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Buna bağlı olarak toplam talep eğrimizi Şekil 7.6'daki şekilde çizebiliriz.

Negatif eğimli toplam talep eğrisi enflasyon oranındaki artışın talep edilen toplam üretim düzeyini azalttığını göstermektedir. Fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine tepki olarak para politikası uygulayıcıları reel faiz oranlarını yükseltecektir. Reel faiz oranlarındaki artış ise toplam harcamaları azaltacak ve buna bağlı olarak toplam talep de azalacaktır. Bir başka ifadeyle fiyatlar genel düzeyindeki artış olarak tanımladığımız enflasyon oranındaki artış toplam talebi azaltacaktır. Bu sebeple toplam talep eğrimiz negatif eğimli olarak çizilmektedir.

Şekil 7.6

Toplam talep eğrisi



Enflasyon oranı ile talep edilen toplam üretim miktarı arasındaki ilişkiyi para miktarının reel değeri üzerinden de açıklayabiliriz. Piyasadaki para miktarı sabitken enflasyon oranının artması, reel para miktarını azaltacaktır. Bir başka ifadeyle, fiyatlardaki (P) artış hızı para miktarının (M) artış hızından büyük olursa reel para miktarı (M/P) düşecektir. Değişim denklemi ($M.V=P.Y$), bir ekonomide toplam harcamalar miktarının, o ekonomideki para miktarı tarafından belirlendiğini gösteriyordu. Reel para miktarının azaldığı bir ekonomide ekonomik birimler daha az mal ve hizmet satın alacaklardır. Bu sebeple para politikası uygulayıcıları yükselen enflasyon oranına karşılık reel faiz oranlarında bir değişikliğe gitmese bile, enflasyonun reel para miktarı üzerindeki etkisi toplam talep eğrisini aşağıya doğru eğimli yapacaktır.

Buna ek olarak enflasyon oranındaki artış ekonomik birimlerin ellerinde bulunan para miktarının değerini düşürecek ve servetlerini azaltacaktır. Enflasyondaki artış aynı zamanda piyasalardaki belirsizliği arttıracak ve özellikle hisse senedi piyasası üzerinde negatif bir etkiye sahip olacaktır. Hisse senedi piyasasındaki değer düşüşleri de ekonomik birimlerin servetini negatif etkileyecektir. Servet düzeyleri azalan bireyler daha az tüketimde bulunacak ve toplam talep eğrisi negatif eğimli olacaktır.

Toplam harcamalar eğrisini kaydıran faktörler aynı zamanda toplam talep eğrisinin de kaymasına sebep olacaktır. Fiyat düzeyi sabitken para arzının artması reel para arzının artmasına sebep olacaktır. Para arzındaki artış aynı zamanda faiz oranlarını düşürecektir. Reel para arzındaki artış ve faiz oranlarındaki düşüş ekonomideki toplam harcama miktarını artırarak toplam talep eğrisini sağa doğru kaydıracaktır. Toplam harcamaların birleşenlerinde meydana gelen artış toplam talep eğrisini sağa doğru kaydıracaktır. Örneğin toplam harcamaların kamu harcamaları ve net ihracat kalemlerindeki bir artış talep edilen toplam üretim düzeyini arttıracak ve toplam talep eğrisi sağa doğru kayacaktır. Vergi oranlarının düşürülmesi, bireylerin tüketime yönlendirebilecekleri gelirlerinin miktarını arttıracak ve tüketim harcamalarındaki artışa bağlı olarak toplam talep eğrisi sağa doğru kayacaktır. Tüketicilerin ve şirketlerin ekonomiye ilişkin olumlu beklentilerini arttırması tüketim ve planlanmış yatırım harcamalarını artırarak toplam talep eğrisini sağa doğru kaydıracaktır. Bu gelişmelerin tersi yönünde gerçekleşmesi durumunda ise toplam talep eğrisi sola doğru kayacaktır.

Toplam Arz Eğrisi

Toplam arz eğrisi, bir ekonomide fiyatlar genel düzeyi ile arz edilen toplam üretim miktarı arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Ünitimizin başında üretimin uzun dönemde potansiyel üretim düzeyine eşit olacağını ancak kısa dönemde potansiyel üretim düzeyinden sapmalar göstereceğini belirtmiştik. Uzun dönem ve kısa dönem üretim düzeyleri arasındaki bu farka bağlı olarak kısa ve uzun dönem için toplam arz eğrisi iki farklı şekilde çizilmektedir. Bu alt bölümde, öncelikle uzun dönem toplam arz eğrisinin özellikleri açıklanacak ve ardından kısa dönem toplam arz eğrisinin nasıl türetildiğini göreceğiz.

Uzun Dönem Toplam Arz Eğrisi

Ekonominin uzun dönem üretim düzeyini belirleyen potansiyel üretim düzeyi; ekonomide var olan sermayenin miktarı, işgücünün büyüklüğü ve mal ve hizmet üretiminde bulunmak amacıyla işgücü ve sermaye faktörlerini bir araya getiren teknoloji düzeyine bağlı olarak oluşmaktadır. Uzun dönemde bir ekonomi, potan-

Toplam Arz Eğrisi: Bir ekonomide fiyatlar genel düzeyi ile arz edilen toplam üretim miktarı arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

siyel üretim düzeyinde üretimde bulunacak ve bu üretim düzeyi fiyatlardaki değişimlerden etkilenmeyecektir. Şekil 7.7'de gösterildiği gibi, uzun dönem toplam arz eğrisi (LRAS) dikey eksene paralel ve potansiyel üretim düzeyine (Y_p) eşit olacaktır. Yukarıda saydığımız üç faktörden herhangi birinin artması durumunda uzun dönem toplam arz eğrisi sağa doğru kayacaktır. Bir başka ifadeyle *bir ekonomide var olan sermaye miktarı artarsa veya bir ekonomideki var olan işgücünün büyüklüğü artarsa veya mevcut teknoloji düzeyi artarsa* o ekonomide uzun dönem toplam arz eğrisi sağa doğru kayacaktır. Aksi durumda uzun dönem toplam arz eğrisi sola doğru kayacaktır.

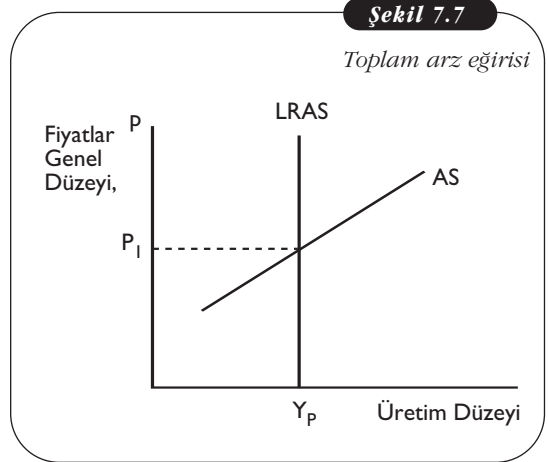
Uzun dönem toplam arz eğrisi üzerinde etkili olan bu üç faktörün zaman içerisinde artması beklenmektedir. Bu sebeple uzun dönem toplam arz eğrisinin zaman içerisinde istikrarlı bir şekilde sağa doğru kayması beklenmektedir.

Kısa Dönem Toplam Arz Eğrisi

Fiyat düzeyi ile arz edilen toplam üretim miktarı arasındaki kısa dönemdeki ilişkiyi gösteren kısa dönem toplam arz eğrisi (AS), Şekil 7.7'de gösterildiği gibi yukarıya doğru eğimlidir. Bu eğri fiyatların arttığı bir ortamda arz edilen toplam üretim miktarının arttığını göstermektedir. Fiyatlar ile toplam arz arasındaki kısa dönemde geçerli olan bu ilişkinin nedenini şu şekilde açıklayabiliriz: Üretimde kullanılan girdilerin maliyetleri arasında işgücüne ödenen ücretlerin payı oldukça büyüktür. Ücretler genellikle uzun dönemli sözleşmeler aracılığıyla belirlendiği için kısa dönemde büyük değişiklik göstermez. Benzer bir şekilde üretimde kullanılan hammaddelerin temininde uzun dönemli sözleşmeler kullanılır. Şirketlerin üretimde bulunurken amaçları kârlarını maksimize etmektir. Yani arz edilen toplam üretim miktarı, her bir birim ürün başına elde edilen kâr tarafından belirlenir. Kârların arttığı bir ekonomik ortamda şirketler daha çok ürün üretecek ve arz edilen toplam üretim miktarı artacaktır. Üretim birimi başına kârının hesaplanması ise üretilen birimin satış fiyatından, üretim maliyetinin çıkartılması ile bulunur. Üretim maliyetlerinin kısa dönemde büyük değişiklikler göstermemesi, enflasyonist ortamlarda, üretilen bir birim malın satış fiyatı yükselirken şirketlerin

kârlılıklarını arttırmasına neden olmaktadır. Bu durumda, arz edilen toplam üretim miktarı artacak ve kısa dönem toplam arz eğrisi yukarıya doğru eğimli olacaktır. Üretim maliyetlerinin kısa dönemde değişiklik göstermediği varsayımımıza bağlı olarak fiyat artışları sonucunda ürün fiyatlarının artmasının üretim düzeyini arttıracğını ve kısa dönem toplam arz eğrisi üzerinde yukarıya doğru hareket edeceğimizi gördük. Ters durumda, ürün fiyatlarının azalması, şirketlerin kârlılığını azaltacak ve arz edilen toplam üretim miktarını düşürerek kısa dönem toplam arz eğrimiz üzerinde aşağıya doğru kaymamıza neden olacaktır. Üretim maliyetlerinin değişmesi durumunda ise kısa dönem toplam arz eğrimiz sağa veya sola kayacaktır. Kısa dönem üretim maliyetlerinin değişmesini üç nedene bağlı olarak açıklayabiliriz.

Üretim maliyetlerinin kısa dönemde değişiklik göstermediği varsayımımıza bağlı olarak fiyat artışları sonucunda ürün fiyatlarının artmasının üretim düzeyini arttıracğını ve kısa dönem toplam arz eğrisi üzerinde yukarıya doğru hareket edeceğimizi gördük. Ters durumda, ürün fiyatlarının azalması, şirketlerin kârlılığını azaltacak ve arz edilen toplam üretim miktarını düşürerek kısa dönem toplam arz eğrimiz üzerinde aşağıya doğru kaymamıza neden olacaktır. Üretim maliyetlerinin değişmesi durumunda ise kısa dönem toplam arz eğrimiz sağa veya sola kayacaktır. Kısa dönem üretim maliyetlerinin değişmesini üç nedene bağlı olarak açıklayabiliriz.



Toplam talep eğrisinin negatif eğime ve kısa dönem toplam arz eğrisinin pozitif eğime sahip olmasının nedenlerini açıklayınız



SIRA SİZDE

3

İşgücü Maliyetlerinin Değişmesi: Üretim sürecinde kullanılan girdiler arasında işgücü maliyetinin önemli bir yeri olduğunu vurgulamıştık. Gerçekleşen üretimin potansiyel üretim düzeyinin üstünde olduğu genişleme dönemlerinde işgücüne olan talep de artacaktır. İşgücünün talebindeki artışa bağlı olarak zaman içerisinde ücretler de artacak ve şirketlerin işgücü maliyetini arttıracaktır. İşgücü maliyetindeki artışa bağlı olarak üretim maliyetleri artan şirketler üretimlerini kısacak ve kısa dönem toplam arz eğrisi sola doğru kayacaktır. Üretimin potansiyel düzeyinin altına düşmesi durumunda ise şirketler azalan üretime bağlı olarak işçi çıkartmaya başlayacak ve ücretler düşecektir. Sonuçta, işgücü maliyeti düşecek ve kısa dönem toplam arz eğrisi sağa doğru kayacaktır.

Girdi Maliyetlerinin Değişmesi: Hammadde ve üretimde kullanılan teknolojilerin fiyatlarında yaşanan beklenmeyen değişimler üretim maliyetini ve kısa dönem toplam arz eğrisini etkileyecektir. Bu tür değişmelere **arz şoku** adı verilmektedir. Arz şokları; teknoloji, hava koşulları, petrol fiyatları ve diğer hammadde fiyatlarında beklenmeyen değişimleri kapsamaktadır. Petrol fiyatlarının yükselmesi gibi negatif arz şokları kısa dönem toplam arz eğrisini sola doğru kaydırırken işgücünün verimliliğini arttıran teknolojik buluşlar gibi pozitif arz şokları kısa dönem toplam arz eğrisini sağa kaydıracaktır.

Beklenen Fiyat Düzeyinin Değişmesi: Bir şirketin çalışanları gelecek dönemde elde edecekleri ücret düzeyinin pazarlığını yaparken reel alım güçlerini korumaya çalışırlar. Fiyat düzeyinin yükselmesini bekleyen bir çalışan, reel alım gücünü koruyabilmek amacıyla daha yüksek bir nominal ücret düzeyi talep edecektir. Ücretlerin artması üretim maliyetini arttırarak toplam arz eğrisinin sola doğru kaymasına neden olur. Fiyat düzeyindeki artış beklentisi arttıkça (beklenen enflasyon yükseldikçe) kısa dönem toplam arz eğrisinde gerçekleşen kayma daha fazla olacaktır.

Uzun dönem toplam arz eğrisinin eğiminin kısa dönem toplam arz eğrisinin eğiminden farklı olmasının sebeplerini açıklayınız.

Toplam Talep ve Toplam Arz Modelinde Denge

Toplam üretim düzeyi ve fiyatlar genel düzeyi arasındaki denge, talep edilen toplam üretim düzeyinin, arz edilen toplam üretim düzeyine eşit olduğu noktada oluşur. Bu kapsamda, toplam talep ve toplam arz modelinde kısa dönem ve uzun dönem olmak üzere iki tür dengenin varlığı söz konusudur.

Kısa Dönemde Denge

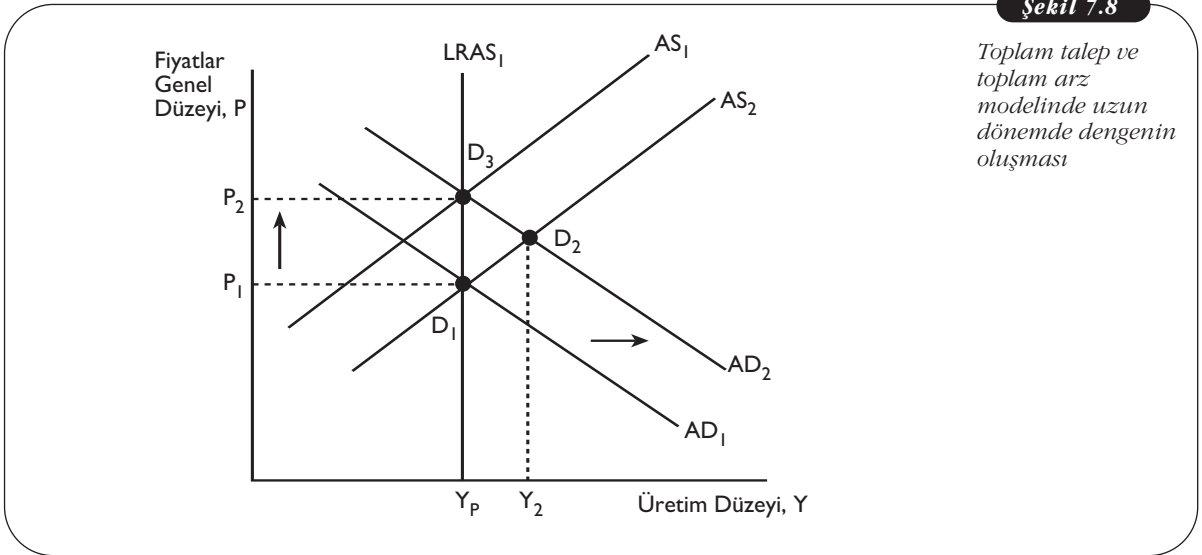
Talep edilen toplam üretim miktarının kısa dönemde arz edilen toplam üretim miktarına eşit olduğu nokta, kısa dönem dengesini göstermektedir. Bir başka ifadeyle toplam talep eğrisiyle kısa dönem toplam arz eğrisinin kesiştiği noktada modelimiz dengede olmaktadır. Bu denge noktasının üstünde arz edilen toplam üretim miktarı, talep edilen toplam üretim miktarından fazla olacaktır. Bireylerin satın almak istediklerinden daha fazla miktarda mal satmak istendiği için (arz fazlası), mal ve hizmet fiyatları düşecek ve fiyat düzeyi denge noktasına gelene kadar aşağıya doğru hareket edecektir.

Ekonomide gerçekleşen fiyat düzeyinin denge fiyat düzeyinin üzerinde olması durumunda ise talep edilen toplam üretim miktarı, arz edilen toplam üretim miktarından daha fazla olacaktır. Talep fazlasına bağlı olarak fiyatlar yükselecek ve ekonomi denge noktasına geri dönecektir.

Uzun Dönemde Denge

Uzun dönemde fiyatlar genel düzeyi, ekonomiyi potansiyel üretim düzeyine taşımak üzere ayarlanacak ve ekonominin uzun dönem dengesi toplam talep eğrisi ile uzun dönem toplam arz ve kısa dönem toplam arz eğrilerinin kesiştiği noktada oluşacaktır. Şekil 7.8'de, toplam talep ve toplam arz modelinde uzun dönem denge elde edilişi gösterilmiştir. Başlangıç aşamasında dengemiz D_1 noktasında oluşmuştur. Bu noktada gerçekleşen üretim düzeyimiz potansiyel üretim düzeyine (Y_P) eşit ve fiyat düzeyimiz P_1 seviyesindedir.

Ekonomi bu denge seviyesindeyken toplam talepte beklenmeyen bir artışın etkilerini görelim. Toplam talepteki bu artış, toplam talep eğrimizi AD_1 'den AD_2 'ye doğru sağa kaydıracaktır. Kısa dönemde oluşan yeni denge düzeyi D_2 ile gösterilmiştir. Yeni denge düzeyinde üretim düzeyi ve fiyat düzeyi artmıştır. Fiyatlarda meydana gelen bu artış zaman içerisinde üretim girdilerinin maliyetini arttıracak ve firmaların üretimlerini kısımlarıyla sonuçlanacaktır. Bu durumda, kısa dönem toplam arz eğrimiz AS_1 'den AS_2 'ye doğru sola kayacaktır. Uzun dönemde, ekonomimiz tekrar potansiyel üretim düzeyine dönecek ve nihai dengemiz D_3 noktasında oluşacaktır.



Şekil 7.8

Toplam talep ve toplam arz modelinde uzun dönemde denge oluşması

Maliye politikasının disiplinli olmadığı ve bu disiplinsizliğin kalıcı hâle geldiği bir ekonomik ortamda, ekonomik birimler bütçe açıklarının gelecek dönemde enflasyona sebep olmasını bekliyorlarsa bütçe açıklarının kısa dönem toplam arz eğrisi üzerinde nasıl bir etki yaratmasını beklersiniz?

SIRA SİZDE
5

Toplam Talep ve Toplam Arz Modelinde Para Politikasının Ekonomi Üzerindeki Etkilerinin Gösterilmesi

Ekonomi bir daralma dönemine girdiğinde gerçekleşen üretim düzeyi düşer ve ekonomideki işsizlik artarak bireyler ve şirketler üzerinde pek çok olumsuz etki yaratır. Üretim düzeyinin potansiyel düzeyinin altında olduğu böyle bir ortamda merkez bankasının para arzını arttırarak faiz oranlarını düşürmesi kısa dönemde gerçekleşen üretim düzeyi üzerinde arttırıcı bir etki yaratacaktır. Merkez bankasının bir ekonomik daralmanın etkilerini dengelemek ve üretim açığını azaltmak amacıyla yürüttüğü bu tür politikalara **istikrar politikası** adı verilir. Merkez bankasının ekonomik daralma dönemlerinde uygulayacakları politikalar ekonomideki

İstikrar Politikası:

Konjunktür dalgalanmalarına bağlı olarak yaşanan ekonomik dalgalanmaların negatif etkilerini azaltmak ve ekonomiye istikrar kazandırmak için amacıyla yürütülen para ve maliye politikalarına verilen genel bir isimdir.

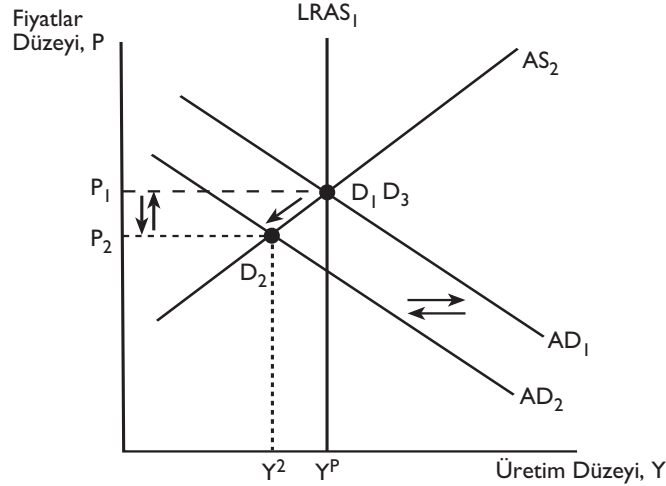
toplam talep düzeyini arttırmayı amaçlayacaktır. Böyle bir ekonomik ortamda, ekonomiye istikrar kazandırmak için maliye politikası uygulamalarında da değişikliğe gidilebilir. Örneğin kamu harcamalarının artırılması veya vergi oranlarının düşürülmesi yöntemiyle de toplam talep artırılabilir.

Beklenmeyen bir talep şokunun yarattığı etkilerinin giderilmesinde bir merkez bankasının izlediği genişlemeci para politikasının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkileri Şekil 7.9'da gösterilmiştir. Başlangıç aşamasında ekonomimiz toplam talep (AD_1) ile kısa dönem toplam arz (AS_1) ve uzun dönem toplam arz ($LRAS_1$) eğrilerinin kesiştiği D_1 denge noktasındadır. Üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyine (Y^P) eşittir ve fiyat düzeyi P_1 seviyesindedir. Böyle bir ekonomik ortamda yaşanacak talep şoku toplam talep eğrisini AD_1 'den AD_2 'ye doğru sola kaydıracaktır. Ekonomi bir daralma dönemine girmiştir ve üretim düzeyi Y^P 'den Y_2 düşmüş, fiyatlar genel düzeyi ise P_2 seviyesine inmiştir.

Bu sürece yönelik bir istikrar politikası uygulamasının devreye sokulmaması durumunda ekonomi uzun dönemde potansiyel üretim düzeyine geri dönecektir. Ancak uzun dönem, yıllar sürebilir. Bu süreçte ortaya çıkan işsizlik sosyal problemlere yol açacak, birçok firma faaliyetlerine son vermek zorunda kalacaktır. Merkez bankası genişlemeci bir para politikası uygulayarak ekonomik daralmanın ekonomi üzerinde ortaya çıkardığı negatif etkileri kısa dönemde azaltabilir. Merkez bankası para arzını artırırsa faiz oranları düşecek, toplam harcamalar artacak ve toplam talep eğrisi tekrara sağa kayacak, böylece ekonomi daralma sürecinden çıkarak potansiyel üretim düzeyine geri dönecektir.

Şekil 7.9

Genişlemeci para politikasının ekonomik faaliyetler üzerinde etkileri



Para politikasının ekonominin üretim düzeyi üzerindeki etkisi kısa dönemde geçerlidir. Uzun dönemde üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyine eşittir. Toplam talep ve toplam arz modelinde bu durum, uzun dönem toplam arz eğrisinin potansiyel üretim düzeyinde dikey eksene paralel olarak çizilmesiyle gösterilmiştir. Uzun dönem toplam arz eğrisinin aldığı bu şekil aynı zamanda toplam talepteki değişikliklerin uzun dönemde üretim düzeyi üzerinde etkisi olmayacağını göstermektedir. Merkez bankasının toplam talebi arttırması veya azaltması uzun dönemde sadece fiyatlar genel düzeyinin artması veya azalmasıyla sonuçlanacaktır. Merkez bankası politikalarının uzun dönemde reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaması sadece fiyatlar genel düzeyini etkileyebilmesine **paranın uzun dönemde yansızlığı (nötrlüğü)** adı verilmektedir.

Özet



Para politikası uygulamalarının ekonomiye aktarılmasının alternatif kanallarını tartışmak.

Merkez bankalarının para politikası uygulamalarının ilk etkileri finansal piyasalarda başlar. Ardından, toplam harcamalar düzeyini etkiler. Toplam harcamalardaki bir artış mal ve hizmet üretiminde bulunan firmaların daha çok satış yaptığı anlamına gelmektedir. Firmalar, artan satış rakamlarına bağlı olarak üretimlerini de arttıracaktır. Yani artan harcamalar çıktı düzeyini de arttıracaktır. Çıktı düzeyindeki artış ise firmaların daha fazla işgücüne ihtiyaç duymalarına sebep olacaktır. Böylelikle, ekonomideki işsizlik oranı azalacaktır. Tabii bu sürecin tersi de geçerlidir. Merkez bankasının daraltıcı bir para politikası izlemesi faiz oranlarını yukarıya çeker. Faiz oranlarındaki artış ise toplam harcamaları azaltır. Toplam harcamalardaki bir azalma firmaların satış düzeylerini düşürerek daha düşük bir çıktı düzeyi ve daha yüksek bir işsizlik oranına sebep olacaktır.



Toplam harcamalar eğrisi ve para politikası eğrisini kullanarak toplam talep eğrisini elde etmek.

Toplam harcamalar eğrisi, reel faiz oranının, toplam harcamalar aracılığıyla üretim düzeyi üzerinde nasıl etkili olduğunu göstermektedir. Faiz oranlarındaki bir artışın toplam talebi azaltacak olmasına bağlı olarak toplam harcamalar eğrisi negatif eğimli çizilmiştir. Para politikası eğrisi ise merkez bankalarının enflasyonda yaşanan gelişmelere nasıl reaksiyon gösterdiğini göstermektedir. Bu eğrinin eğimi merkez bankalarının enflasyona hangi şiddetle tepki verdiklerini göstermektedir. Eğrinin eğiminin dikleşmesi, merkez bankasının enflasyonda yaşanan artış oranına karşılık reel faiz oranlarını daha fazla yukarıya çektiği anlamına gelmektedir. Merkez bankasının enflasyon oranındaki artışa gösterdiği reaksiyonu, para politikası eğrisi üzerinde kaymalar şeklinde olacaktır. Faiz oranlarındaki artış ise yatırım, tüketim ve net ihracat harcamaları üzerinde etkili olarak toplam harcamaları azaltacaktır. Bu iki eğri aracılığıyla elde edilen bilgilere bağlı olarak enflasyon oranını gösteren fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine bağlı olarak talep edilen toplam üretim düzeyinin düştüğünü söyleyebiliriz. Enflasyon ile talep edilen toplam üretim miktarı arasında ters yönlü ilişkinin varlığına bağlı

olarak fiyatlar genel düzeyi ile talep edilen toplam üretim düzeyini gösteren toplam talep eğrisini negatif eğimli çizeriz.



Para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerini açıklamak için toplam talep ve toplam arz modelini kullanabilmek.

Talep edilen toplam üretim miktarının kısa dönemde arz edilen toplam üretim miktarına eşit olduğu nokta kısa dönem dengesini göstermektedir. Bir başka ifadeyle toplam talep eğrisiyle kısa dönem toplam arz eğrisinin kesiştiği noktada fiyatlar genel düzeyi ile üretim düzeyi dengede olmaktadır. Bu denge noktasının üstünde arz edilen toplam üretim miktarı, talep edilen toplam üretim miktarından fazla olacaktır. Bireylerin satın almak istediklerinden daha fazla miktarda mal satmak istendiği için (arz fazlası), mal ve hizmet fiyatları düşecek ve fiyat düzeyi denge noktasına gelene kadar aşağıya doğru hareket edecektir. Ekonomide gerçekleşen fiyat düzeyinin denge fiyat düzeyinin üzerinde olması durumunda ise talep edilen toplam üretim miktarı, arz edilen toplam üretim miktarından daha fazla olacaktır. Talep fazlasına bağlı olarak fiyatlar yükselecek ve ekonomi denge noktasına geri dönecektir. Uzun dönemde fiyatlar genel düzeyi, ekonomiyi potansiyel üretim düzeyine taşımak üzere ayarlanacak ve ekonominin uzun dönem dengesi toplam talep eğrisi ile uzun dönem toplam arz ve kısa dönem toplam arz eğrilerinin kesiştiği noktada oluşacaktır. Merkez bankası para politikası uygulamaları aracılığıyla toplam talep düzeyini etkileyebilir. Merkez bankası toplam talep miktarını artırarak kısa dönemde üretim düzeyini ve fiyatlar genel düzeyini yükseltir. Merkez bankasının toplam talep miktarını azaltması ise kısa dönemde üretim düzeyini ve fiyatlar genel düzeyini azaltacaktır. Ancak merkez bankasının toplam talep düzeyi üzerindeki etkisi uzun dönemde sadece fiyatlar genel düzeyinin değerini değiştirecektir. Merkez bankası politikalarının uzun dönemde reel ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaması sadece fiyatlar genel düzeyini etkileyebilmesine paranın uzun dönemde yansızlığı (nötrlüğü) adı verilmektedir.

Kendimizi Sınavalım

1. Aşağıdakilerden hangisi bir ekonomideki toplam harcamaları oluşturan değişkenleri ve bu değişkenlerin toplam harcamalarının hesaplanmasında nasıl bir etki yarattığı doğru olarak göstermektedir?

- $AE = C + I + G - NX$
- $AE = C + I + G + NX$
- $AE = C + I + (G - T) + NX$
- $AE = C + I + (G - T) - NX$
- $AE = C + I + (G+T) + NX$

2. Aşağıdakilerden hangisi negatif eğimli toplam talep eğrisine bağlı olarak enflasyon, reel faiz oranı ve denge üretim düzeyine arasında var olan ilişkiyi doğru olarak ifade etmektedir?

- Enflasyon oranındaki bir artışa karşılık merkez bankası reel faiz oranlarını yükseltir ve denge üretim düzeyi azalır.
- Enflasyon oranındaki bir azalışa karşılık merkez bankası reel faiz oranlarını yükseltir ve denge üretim düzeyi azalır.
- Enflasyon oranındaki bir artışa karşılık merkez bankası reel faiz oranlarını azaltır ve denge üretim düzeyi azalır.
- Enflasyon oranındaki bir artışa karşılık merkez bankası reel faiz oranlarını yükseltir ve denge üretim düzeyi artar.
- Enflasyon oranındaki bir azalışa karşılık merkez bankası reel faiz oranlarını düşürür ve denge üretim düzeyi artar.

3. Aşağıdakilerden hangisi diğer koşulları sabit tuttuğumuz bir ekonomik ortamda toplam talebi artırır?

- Vergilerin azaltılması
- Kamu harcamalarının azaltılması
- Yatırım harcamalarının azaltılması
- İthalatın artması
- İhracatın azalması

4. Aşağıdakilerden hangisi diğer koşulları sabit tuttuğumuz bir ekonomik ortamda kısa dönemde toplam arzı artırır?

- Enerji fiyatlarının artması
- İşgücü maliyetlerinin artması
- Enflasyonist beklentilerinin artması
- Teknolojik gelişmelerin artması
- İthalat harcamalarının artması

5. Aşağıdakilerden hangisi uzun dönem toplam arz eğrisini kaydıran faktörlerden birini göstermektedir?

- Fiyatlar genel düzeyinin artması
- Beklenen fiyat düzeyinin azalması
- İşgücü verimliliğinin artması
- Tüketim harcamalarının artması
- Bütçe açığının azalması

6. Aşağıdakilerden hangisinde potansiyel üretim düzeyinde faaliyet gösteren bir ekonomide diğer koşullar sabitken tüketici ve firmaların beklentilerinin bozulmasının yaratacağı etkiler doğru olarak gösterilmiştir?

- Kısa dönemde üretim reel üretim düzeyi artarken kısa dönemde enflasyon artacaktır.
- Kısa dönemde üretim reel üretim düzeyi azalırken kısa dönemde enflasyon azalacaktır.
- Kısa dönemde üretim reel üretim düzeyi değişmezken kısa dönemde enflasyon artacaktır.
- Kısa dönemde üretim reel üretim düzeyi değişmezken kısa dönemde enflasyon azalacaktır.
- Kısa dönemde üretim reel üretim düzeyi artarken kısa dönemde enflasyon sabit kalacaktır.

7. Aşağıdakilerden hangisi istikrar politikalarının kullandığı yöntemi ve amacını doğru olarak ifade etmektedir?

- Kısa dönem ekonomik dalgalanmaların etkisini azaltmak amacıyla toplam talep eğrisini kaydırırlar.
- Kısa dönem ekonomik dalgalanmaların etkisini azaltmak amacıyla kısa dönem toplam arz eğrisini kaydırırlar.
- Fiyatlar genel düzeyini en alt seviyede tutmak amacıyla toplam talep eğrisini kaydırırlar.
- Teknolojik gelişmeleri desteklemek için toplam talep eğrisini kaydırırlar.
- Para talebini arttırmak amacıyla toplam arz eğrisini kaydırırlar.

8. Aşağıdakilerden hangisi net değer ile kullanılan krediler ve dolayısıyla ekonomik aktivite düzeyi üzerinde ilişki kuran parasal aktarım kanalını göstermektedir?

- Faiz kanalı
- Döviz kuru kanalı
- Bilanço kanalı
- Para kanalı
- Banka kredileri kanalı

9. Aşağıdakilerden hangisi bir ülkedeki faiz oranları ile o ülkenin parasının değeri arasındaki kısa dönemli ilişkiyi doğru olarak göstermektedir?

- Faiz oranlarında artış, ülkenin para biriminin değerini azaltır.
- Faiz oranlarında artış, ülkenin para biriminin değerini artırır.
- Faiz oranlarında azalış, ülkenin para biriminin değerini azaltır.
- Faiz oranlarında azalış, ülkenin para biriminin değerini artırır.
- Faiz oranlarındaki değişimler, ülkenin para birimi üzerinde kısa dönemde etkili değildir.

10. Para politikasının ekonomiye aktarımında kredi kanalı görüşüne göre genişlemeci bir para politikasına bağlı olarak kısa dönemde ekonomik aktivitelerin canlanmasının sebebi nedir?

- Hanehalkı ve şirketlerin harcanabilir gelirleri artacaktır.
- Fiyatlarda meydana gelen artış üretim yapmanın kârlılığını arttıracaktır.
- Bankaların verebileceği kredi miktarı artacaktır.
- Kamu harcamalarındaki artış toplam talebi canlandıracaktır.
- Yerli para değer kaybedecek ve ihracat artacaktır.

Yaşamın İçinden

Enflasyon beklentisi yükseldi

CNN Türk Ekonomi

23.03.2012 13:06:01

Merkez Bankası mart ayı 2. dönem beklenti anketinde, yılsonu yıllık TÜFE beklentisi yüzde 7,22'ye yükseldi. Mart ayı 1. dönem anketinde beklenti, yüzde 7,20 düzeyindeydi.

Merkez Bankası mart ayının birinci dönem beklenti anketinde 1,7763 lira olan cari ay sonu dolar kuru beklentisi, Mart ayı ikinci dönem anketinde 1,8006 liraya yükseldi.

Merkez Bankası'nın, mali ve reel sektörde karar alıcı ve uzman kişilerle profesyonellerin beklentilerini saptamaya yönelik her ay iki kez düzenlediği beklenti anketinin mart ayı ikinci dönem sonuçları açıklandı.

Ankete göre, cari ayın tüketici fiyat endeksi (TÜFE) beklentisi yüzde 0,57'den yüzde 0,59'a yükseldi. Gelecek ayın TÜFE beklentisi ise yüzde 0,64'den yüzde 0,66'ya yükseldi. Ankette iki ay sonrasının TÜFE beklentisi de yüzde 0,68 olarak öngörüldü.

Mart ayı 2. dönem anketinde yılsonu yıllık TÜFE beklentisi yüzde 7,22 oldu. Mart ayının birinci dönem anketinde söz konusu beklenti yüzde 7,20 düzeyindeydi. 12 ay sonrasının yıllık TÜFE beklentisi yüzde 6,78'den yüzde 6,84'e, 24 ay sonrasının yıllık TÜFE beklentisi de yüzde 6,32'den yüzde 6,42'ye yükseldi.

Kaynak: CNN TURK Ekonomi Web Sayfasından alıntı.

Okuma Parçası

Gelişmiş ülkelerde para politikası

Ercan KUMCU

11.11.2008

GELİŞMİŞ ülkelerde yaşanan finansal krizin çözümünde “para politikası” çok önemli bir rol üstlendi. Başarılı olup olmayacağı henüz belli değil.



Başarılı olsa da, olmasa da, para politikasının şimdi geldiği yer ileriye dönük kaygılar yaratıyor.

Kısa vadeli faizler, merkez bankalarının para politikalarını yönlendirmede en önemli araç. Merkez bankaları kısa vadeli faizleri tespit ederek yalnızca piyasadaki para miktarını belirlemeye çalışmıyor. Aynı zamanda, **kısa vadeli faiz politikasıyla merkez bankaları, enflasyon beklentilerini de yönlendirmeye çalışıyorlar.**

FAİZLER SIFIRA YAKLAŞABİLİR

Gelişmiş ülkelerde yaşanan “**kredi çöküşü**” olgusu aslında küresel düzeyde tüm ülkeleri ilgilendiriyor. Finansal kurumlar birbirlerine kredi vermekten çekindikleri gibi, kendi dışlarındaki ekonomik birimlere de kredi ilişkisine girmekten kaçınıyorlar. **Finansal kurumlar yaşananlar karşısında likit kalmak istiyorlar.** Bozulan ekonomik durum karşısında, müşterilerinin kredi değerliliklerini ölçmekte zorlanıyorlar. Kendi bilançolarında aldıkları darbeleri tamir etmeye çalışıyorlar.

Bugün gelişmiş ülkelerde uygulamada olan para politikası “**kredi çöküşü**” olgusunu tersine çevirmeye çalışıyor. Para arzını artırarak, kısa vadeli faizleri düşürerek merkez bankaları finansal kurumların borçlanma maliyetini düşürmeye çalışıyorlar. Bu yolla, **finans kurumları, getirilerini artırmak için kredi vermeleri teşvik edilirken, diğer ekonomik birimlerin de düşük faizlerle kredi almaları özendirilmeye çalışılıyor.**

Para politikası faizleri yıllık bazda Amerika’da yüzde 1.5’e, İngiltere’de yüzde 3’e, Euro Bölgesi’nde yüzde 3.25’e geldi. Euro yaratıldığından bu yana ilk kez İngiliz Merkez Bankası politika faizleri Avrupa Merkez Bankası’nın altına geldi. **Genel beklenti para politikası faizlerinin gelişmiş ülkelerde daha da düşeceği yönde.** Piyasalar da bu yönde baskı yapıyor.

Öyle ki, merkez bankaları faizleri indirmeseler, krizin daha da derinleşebileceği konusunda bir tehditten dahi söz edilebilir. Durum değişmediği takdirde, **kısa vadeli faizlerin Amerika ve İngiltere’de sifıra doğru hızla yaklaşabileceği olasılığı küçük değil.**

YARININ SORUNLARI

Kısa vadeli faizlerin gelinek noktada enflasyon beklentilerini yönlendirebilme kabiliyetinin kalmadığı söylenebilir. Enflasyon riskinin kalmadığı bir ortamda enflasyon beklentilerinin yönlendirilmesinin söz konusu olamayacağı iddia edilse de, bu iddia o denli doğru değil. Bu olguyu Japonya ekonomisi yaşayarak gördü. Krizden önce yaşanan enflasyon riskleri karşısında Japon Merkez Bankası’nın elinde faiz politikası değil, ekonomik analizler ve para arzı politikası kalmıştı.

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları giderek Japon Merkez Bankası’nın beş yıl önceki durumuna geliyor. Faiz politikasının değil, para arzı politikasının enflasyon beklentilerini yönlendirebildiği, eğer mümkün olursa, bir ortama doğru ilerliyoruz. Bu mutlaka kötü bir şey olarak algılanmamalı. Ama, krizin bitmesiyle oluşacak olumlu ortamda, **şimdi artırılan para arzının enflasyon yaratmaması ve olumsuz enflasyon beklentilerini körüklememesi için alınacak tavırda merkez bankaları zor durumlarda kalabilecekler.**

Şimdilik ileriye dönük bu çeşit kaygılar gündemde değil. Gündeme geldiğinde, gelişmiş ülkelerde ekonomik durgunluk kaygıları en az bugünkü kadar önemli olabilecek. O takdirde, **kriz bitti derken başka çeşit krizlerle mücadele etmek zorunda kalınabilecek.**

Kaynak: HÜRRİYET GAZETESİ

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. b Ayrıntılı bilgi için “Toplam Harcamalar ve Reel Faiz Oranı” konusuna bakınız.
2. a Ayrıntılı bilgi için “Toplam Talep ve Toplam Arz Modeli” konusuna bakınız.
3. a Ayrıntılı bilgi için “Toplam Talep ve Toplam Arz Modeli” konusuna bakınız.
4. d Ayrıntılı bilgi için “Toplam Talep ve Toplam Arz Modeli” konusuna bakınız.
5. c Ayrıntılı bilgi için “Toplam Talep ve Toplam Arz Modeli” konusuna bakınız.
6. b Ayrıntılı bilgi için “Toplam Talep ve Toplam Arz Modeli” konusuna bakınız.
7. a Ayrıntılı bilgi için “Toplam Talep ve Toplam Arz Modeli” konusuna bakınız.
8. c Ayrıntılı bilgi için “Para Politikasının Ekonomiye Aktarımında Alternatif Kanallar” konusuna bakınız.
9. b Ayrıntılı bilgi için “Para Politikasının Ekonomiye Aktarımında Alternatif Kanallar” konusuna bakınız.
10. c Ayrıntılı bilgi için “Para Politikasının Ekonomiye Aktarımında Alternatif Kanallar” konusuna bakınız.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Para politikasının aktarımında bilanço kanalı, merkez bankasının potansiyel kredi kullanıcılarının bilançolarının net değeri üzerinde sahip olduğu doğrudan etkiye bağlı olarak çalışmaktadır. Genişlemeci bir para politikası, firmaların net değerlerini arttırarak bilançolarını iyileştirecektir. Yüksek bir net değer, firmanın kullandığı krediyi geri ödememe durumunda katlanacağı maliyeti arttıracaktır. Para politikası kredi kullananların net değerini iki yoldan etkilemektedir. İlk olarak merkez bankası para arzını arttırdığı zaman faiz oranları düşme eğilimine girecek ve ekonomik birimler daha fazla harcama yapacaklardır. Bu süreçte, paranın harcancacağı yerlerden birisi hisse senedi piyasalarıdır. Bu da hisse senetlerine olan talebi arttıracak ve sonuçta hisse senedi fiyatları artacaktır. Yüksek hisse senedi fiyatları ise firmaların net değerlerini arttırarak firmaların krediye ulaşımını kolaylaştıracaktır. İkinci etki genişlemeci bir para politikasının faiz oranlarını düşürmesi ile doğrudan ilgilidir. Birçok firma, stoklarını ve üretim

sürecinde karşılaştıkları maliyetlerini kısa vadeli kredilerle finanse ederler. Faiz oranlarının düşmesi beraberinde bu firmaların kullandıkları kredilerin maliyetlerini azaltarak finansal durumlarını güçlendirecektir. Faiz oranlarındaki düşme firmaların müşterilerinin de kredi maliyetlerini azaltarak daha fazla harcama yapmalarını sağlayacaktır.

Sıra Sizde 2

Kamu harcamaları, toplam harcamaların dört temel birleşeninden biridir. Toplam harcamalar, kamu harcamalarındaki artışa eşit miktarda artacaktır. Buna karşılık, vergi oranlarındaki artış ekonomik birimlerin tüketim için ayırdıkları gelirlerini azaltacak ve tüketim harcamalarındaki azalışa bağlı olarak toplam harcamalar üzerinde dolaylı bir etkiye sahip olacaktır. Bu durumda, kamu harcamalarındaki artışın toplam harcamalar üzerindeki arttırıcı etkisinin, vergi oranlarındaki artışın toplam harcamalar üzerindeki azaltıcı etkisinden daha büyük olması beklenir. Bu durumda ekonomideki toplam harcamalar eğrisi sağa kayacak ve reel faiz oranının değişmemesi durumunda üretim düzeyi artacaktır.

Sıra Sizde 3

Enflasyon oranında bir artış yaşanması durumunda, fiyat istikrarı hedefini sağlamaya çalışan bir merkez bankası reel faiz oranını yükseltecektir. Bu artış ekonomideki toplam harcamaları ve üretim düzeyini azaltacaktır. Bu sebeple enflasyonun yüksek olduğu bir ekonomik ortamda mal piyasasında denge daha düşük bir seviyede gerçekleşirken enflasyonun düşmesi ile birlikte daha yüksek bir düzeyde gerçekleşecektir. Toplam arz eğrisinin kısa dönemde pozitif eğim alması ise fiyat düzeyinde meydana gelen artışların ilk etapta firmaların kârlarını arttırmasına bağlı olarak üretimi arttırmalarını göstermektedir.

Sıra Sizde 4

Uzun dönemde üretim düzeyi potansiyel üretim düzeyine eşittir. Toplam talep ve toplam arz modelinde bu durum uzun dönem toplam arz eğrisinin potansiyel üretim düzeyinde dikey eksene paralel olarak çizilmesiyle gösterilmiştir. Buna karşılık, kısa dönem toplam arz eğrisi fiyatlar genel düzeyi ile üretim düzeyi arasında kısa dönemde var olan ilişkiyi göstermektedir. Kısa dönemde girdi maliyetlerinin sabit kalacağı varsayımına bağlı olarak fiyat artışlarının şirketlerin kârlılığını arttırması

beklenmektedir. Kâr oranları artan şirketler üretim düzeylerini yükseltecektir. Fiyatlar ile kısa dönem üretim arasındaki bu ilişkiyi gösteren kısa dönem toplam arz eğrisi pozitif eğimlidir.

Sıra Sizde 5

Bütçe açıklarının artması ile birlikte beklenen enflasyon değeri yükselecektir. Enflasyonist beklentilerdeki artışlar çalışanların daha yüksek ücret artışı talep etmelerine sebep olacaktır. Ücretlerin artması üretim maliyetini artırarak kısa dönem toplam arz eğrisinin sola doğru kaymasına neden olacaktır. Bütçe açıklarındaki artışın yükselmesi beklenen enflasyonu yükseltecek kısa dönem toplam arz eğrisinde gerçekleşen kayma daha fazla olacaktır.

Yararlanılan Kaynaklar

- Ball, L. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, Worth Publisher.
- Bernanke, B.S. ve M.Gertler, (1995); “**Inside Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission**” *Journal of Economic Perspectives*, 5, 27- 48.
- Cecchetti, S. G. ve K.Schoenholtz. (2011). **Money, Banking and Financial Markets**, McGraw-Hill Irwin.
- Cengiz, V. (2009), “**Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Parasal Bulgular**” Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı 33, s. 225-247
- Çavuşoğlu, F. (2010). “**Para Politikası Faiz Oranlarından Kredi ve Mevduat faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği**” TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi
- Hubbard,R ve A. P. O'Brien. (2012). **Money, Banking and the Financial System**, New York, Addison Wesley.
- Hazine Müsteşarlığı- Kamu Borç Yönetimi Raporu, No:54-68-79**
- Kasapoğlu, Ö. (2007). “**Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama**” TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi
- Kaytancı, B.G. (2005). “*Merkez Bankası Para politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003)*” Basılmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi.
- Mishkin, F. S. (1995); “**Symposium on the Monetary Transmission Mechanism**”, *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.
- Mishkin, F. S. (2000). “**Para Teorisi ve Politikası**”. Çevirenler: İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- Mishkin, F. S. (2001); “**The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy**”, *NBER Working Paper* 8617, 1-21.
- Mishkin, F.S. (2008). **Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley, 8th Edition.
- Mishkin, F.S. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley, 10th Edition.
- Özatay, F. (2011). **Parasal İktisat, Kuram ve Politika**, Ankara, Efil Yayınevi
- Şıklar, İ. (2004). **Para Teorisi ve Politikası**, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Taylor, John. (1995), “**The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework**” *Journal of Economic Perspectives*, Vol:9, Issue: 4, s. 11-26
- Yıldırım, K., D. Karaman ve M. Taşdemir (2009). “**Makro Ekonomi**” Seçkin Yayıncılık.

8

Amaçlarımız

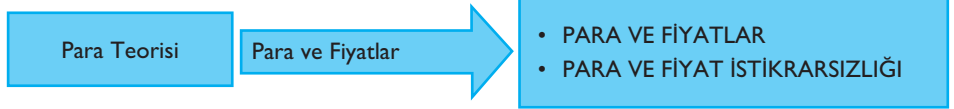
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Para ve fiyatlar genel düzeyi arasında nasıl bir ilişki olduğunu açıklayabilecek,
- Paranın enflasyon ve deflasyon gibi fiyat istikrarsızlıklarına nasıl neden olabileceğini açıklayabilecek bilgi ve becerilere sahip olacaksınız.

Anahtar Kavramlar

- Toplam Talep
- Toplam Arz
- Enflasyon
- Hiperenflasyon
- Deflasyon

İçindekiler



Para ve Fiyatlar

Para ve fiyatlar arasındaki ilişkinin ortaya konması, parasal iktisadın önemli bir ilgi alanını oluşturmaktadır. Çünkü her ekonomi için, fiyatlar genel düzeyi olarak tanımladığımız ortalama fiyatlar, önemli makroekonomik değişkenlerdendir. Fiyat istikrarının sağlanması, temel ekonomi politikası amaçlarından biridir. Dolayısıyla ekonomi politikası yapıcılar, politik kararlarını şekillendirirken ortalama fiyatların düzeyini ve bu düzeyin değişme eğilimini dikkate almak durumundadır. Benzer bir dikkate alma gerekliliği ekonomik birimler için de geçerlidir. Ekonomik birimlerin hem cari hem de gelecek dönemlere ilişkin tüketim, tasarruf ve yatırım gibi konularda verecekleri kararların şekillenmesinde fiyatlar genel düzeyi önemli bir belirleyici olma gücüne sahiptir. Bu ünite, ekonominin geneli için önemli bir değişken olan fiyatlar genel düzeyi ile para miktarı arasındaki ilişki ve enflasyon ve deflasyon süreçlerinde paranın rolü incelenecektir.

PARA VE FİYATLAR

Para teorisinin ilgi alanlarından biri, para ve ekonomik faaliyetler arasındaki ilişkilere dir. Bu ilişkilerin sağlıklı olarak ortaya konulabilmesi için, paranın ekonomideki rolünün doğru anlaşılması gerekmektedir. Genel olarak bakıldığında para ve ekonomi arasındaki ilişkilerin sonuçları fiyatlar genel düzeyi ve millî hasıla düzeyi üzerinde ortaya çıkmaktadır. Paranın ekonomide bahsi geçen değişkenler üzerinde yarattığı etkileri hangi kanallardan ortaya çıkardığı ise yine para teorisinin bir başka konusu olan parasal aktarım kanallarının incelediği bir alanı oluşturmaktadır. Görüldüğü üzere para ve fiyatlar arasındaki ilişkinin analizi, paranın ekonomideki rolünün incelenmesinin önemli bir ayağını oluşturmaktadır.

Fiyatlar Genel Düzeyi ve Fiyat Endeksleri

Bir ekonomide piyasada alım-satım konu olan mal ve hizmetlerin, belirli bir dönemdeki ortalama fiyatlarına fiyatlar genel düzeyi denilmektedir. Başka bir deyişle fiyatlar genel düzeyi, ekonomideki mal ve hizmetlerin mutlak fiyatlarının ağırlıklı ortalamasıdır. Bir ekonomide paranın değerinin nasıl değiştiğini takip edebilmek için ortalama fiyatlara ilişkin bir göstergeye ihtiyaç duyulmaktadır. Bu amaçla kullanılacak tek araç ise fiyat endeksleridir. Ayrıca bir ekonomide fiyat endeksleri; ekonomik yapının belirlenmesi, ekonomik kararlar alınması, kişilerin satın alma gücünün tespiti, ücret ve maaşların belirlenmesi, konjonktüre ilişkin tespitler ve geleceğe dönük kararlar alınması için de önemlidir.

Her ülkede, enflasyonun hesaplanabilmesi için fiyat endeksleri kullanılmaktadır. Ülkeler arasında fiyat endeksleri hesaplanmasında kapsam farklılıkları olabilmesine rağmen genel standartlar açısından aynı yöntemler izlenmektedir.

Bir ekonomide çeşitli amaçlarla birden çok fiyat endeksi oluşturulmaktadır. Ülkemizde kullanılan önemli fiyat endekslerinden ikisi Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından oluşturulan ve takip edilen Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) ve Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) dir.

İNTERNET



Fiyat endekslerini takip edilebilmek için, Türkiye İstatistik Kurumuna ait www.tuik.gov.tr ve TCMB'na ait www.tcmb.gov.tr internet adreslerinden faydalabilirsiniz.

Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE)

Türkiye İstatistik Kurumu tarafından hesaplanan Tüketici Fiyatları Endeksi belirli bir zaman aralığında hanehalklarının tüketim harcamalarında yer alan mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimleri göstermektedir. Tüketici Fiyatları Endeksi, ülkemizde hanehalklarının tüketimine yönelik mal ve hizmet fiyatlarının zaman içindeki değişimini takip etmek için kullandığımız fiyat endeksidir. TÜİK birçok baz yılına ilişkin TÜFE hesaplamıştır. Bu endeksler içinde en güncel olanı 2003 temel yıllık TÜFE'dir. Bu endeksin temel amacı; piyasada tüketime konu olan mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimi ölçerek enflasyon oranını hesaplamaktır. TÜFE'de, yurt içinde mal ve hizmet tüketmek amacıyla yapılan, tüm nihai parasal tüketim harcamaları esas alınmıştır. Endeks için fiyat verileri tüm il merkezlerinden ve 74 ilçeden derlenmektedir. Bu amaçla TÜİK, her ay 27.500 işyerinden 375.000 fiyat derlemekte ve 4176 kiracıyı endeks kapsamında takip etmektedir. Mal sepetinde yer alan mal ve hizmetlerin fiyatları; taze sebze ve meyveler, petrol ve seçilmiş 15 gıda ürünü için haftada bir kez, diğer ürünler için ise ayda iki kez ve kiralar için ise ayda bir kez derlenmektedir.

DİKKAT



2003 yılını temel alan TÜFE, TÜİK tarafından takip edilen en güncel tüketici fiyat endeksidir.

TÜİK, 2005 yılından başlayarak Tüketici ve Üretici Fiyatları Endekslerini Laspeyres zincirleme fiyat endeksi yönetimine göre hesaplamaktadır. Bu yöntemde hesaplamaya temel oluşturan madde sepeti ve madde ağırlıkları her yılın aralık ayında yeniden belirlenmektedir. Bunların belirlenmesinde ise, TÜİK bazı anketlerden derlenen verileri dikkate almaktadır. Bu anketler; Hanehalkı Bütçe Anketi, Yabancı Ziyaretçiler Anketi ve Kurumsal Nüfusa Yönelik Tüketim Harcamaları Anketi isimli anketlerdir. Düzenli olarak her yıl sepetlerin bu şekilde güncellenmesi sayesinde 1994 temel yıllık endeksinde olduğu gibi sepetin eskimesi, eski bir harcama kalıbını yansıtması gibi temel problemlerin ortadan kaldırılması amaçlanmaktadır.

Mal sepetinde yer alan mal ve hizmetler; 12 ana grup ve 44 alt grup altında toplanmıştır. 2012 yılı itibarıyla bu sepette 444 adet madde kapsam altındadır. Bu ana harcama gruplarının son üç yıla ilişkin sepet içerisindeki ağırlıkları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Harcama Grupları	2010	2011	2012
Gıda ve alkolsüz içecekler	27,60	26,78	26,22
Alkollü içecekler ve tütün	5,31	5,90	5,21
Giyim ve ayakkabı	7,30	7,22	6,87
Konut	16,83	16,46	16,44
Ev eşyası	6,78	6,93	7,45
Sağlık	2,55	2,40	2,29
Ulaştırma	13,90	15,15	16,73
Haberleşme	4,94	4,64	4,60
Eğlence ve kültür	2,83	2,70	2,98
Eğitim	2,48	2,32	2,18
Lokanta ve oteller	5,51	5,89	5,63
Çeşitli mal ve hizmetler	3,97	3,61	3,40

Tablo 8.1
Tüketici Fiyatları
Endeksi Mal Sepeti
Harcama Grupları
Ağırlığı (%)

Kaynak:
www.tuik.gov.tr

Ayrıca TÜİK, Tüketici Fiyatları Endeksinden bazı alt kalemlerin dışlanması yoluyla Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri isimli fiyat endeksleri oluşturmaktadır. Bu özel kapsamlı fiyat endeksleri; uluslararası piyasalardaki fiyat hareketlerine bağlı enerji fiyatları, mevsimsel etkilere maruz ürünlerin fiyatları, devletin kontrolünde belirlenen fiyatlar ve dolaylı vergilerin, tüketici fiyatları endeksinden kademeli olarak ayrıştırılması ile hesaplanmaktadır. Bu sebeple özel kapsamlı fiyat endeksleri ekonomideki enflasyonun nedenlerini tespit etmekte, önemli bir araç olarak değerlendirilmelidir. TÜİK tarafından hesaplanan özel kapsamlı fiyat endeksleri şunlardır:

- Mevsimlik ürünler hariç TÜFE
- İşlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE
- Enerji hariç TÜFE
- İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç TÜFE
- Enerji, alkollü içkiler ve tütün hariç TÜFE
- Enerji, alkollü içkiler, tütün, fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünler ve dolaylı vergiler hariç TÜFE
- Enerji, alkollü içkiler, tütün, fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE
- İşlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın hariç TÜFE
- Gıda ve alkolsüz içecekler, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın hariç TÜFE

Enflasyon, enflasyon oranı ile ölçülmektedir. Enflasyon oranı fiyatlar genel düzeyinde cari dönemde meydana gelen artış ile önceki dönem fiyatlar genel düzeyi arasındaki oranın 100 ile çarpımına eşittir ve aşağıdaki formül ile hesaplanır:

$$\text{Enflasyon Oranı} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100$$

Burada P_t , cari dönem (bu yıla ilişkin fiyat düzeyi), P_{t-1} ise bir önceki dönem fiyat düzeyidir. Ülkemizde enflasyonun takibinde 2003 temel yılı Tüketici Fiyat Endeksi dikkate alınmaktadır. Günümüzde ülkemizde enflasyon oranı TÜFE'deki yıllık yüzde değişim oranı olarak şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Enflasyon Oranı} = \frac{TUFE_t - TUFE_{t-1}}{TUFE_{t-1}} * 100$$

Görüldüğü gibi enflasyon, endeks değerinin kendisi değil, endeks değerindeki artışı ifade etmektedir. Yıllık enflasyon oranı TÜFE değerinde meydana gelen yıllık yüzde değişim oranı olarak hesaplanır. Bu oran yaşam maliyetlerindeki yıllık değişim hızını göstermektedir. Örneğin bir önceki dönem endeks değeri 150 iken cari dönem endeks değeri 180 olarak gerçekleşmiş ise enflasyon oranı:

$$\text{Enflasyon Oranı} = \frac{180 - 150}{150} * 100$$

$$\text{Enflasyon Oranı} = \%20$$

olarak hesaplanmaktadır.

DİKKAT



Enflasyonun tam tersi bir olgu olan deflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki düşmeyi gösterir. Negatif enflasyon anlamına gelen deflasyon da, deflasyon oranı ile ölçülür. Örneğin bir ekonomide 2009 yılı fiyat düzeyi 140 iken, 2010 yılı fiyat düzeyi ise 130'a düşmüş ise 2010 yılı deflasyon oranı,

$$\left(\frac{130 - 140}{140} \right) * 100 = -\%7,14$$

olarak hesaplanır yani fiyatlar genel düzeyi 2010 yılında % 7,14 düşmüştür.

DİKKAT



Enflasyon, fiyat endeksi değerinin kendisi anlamına gelmeyip, bu değerın değişim hızını ifade etmektedir.

Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE)

TÜİK tarafından hesaplanan Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE), belirli bir referans döneminde ülke ekonomisinde üretimi yapılan ürünlerin yurtiçine yönelik üretici fiyatlarını zaman içinde karşılaştırarak fiyat değişikliklerini gösteren fiyat endeksidir. Hizmetleri kapsamayan bu endeks, sektörlerde üretimi yapılan malların, üretici tarafından yurtiçi peşin satış fiyatlarındaki değişimleri göstermektedir.

Bu endeksin takibinde temel veri kaynağı olarak ulusal hesaplar, sanayi ve tarıma ilişkin ürün ve üretim istatistikleri ve Üretici Fiyatları Endeksi anketi kullanılmakta ve fiyat verileri kurum tarafından anket yoluyla derlenmektedir.

Üretici Fiyatları Endeksinde yer alan ana sektörlerin endeks içi ağırlıkları son üç yıla ilişkin olarak aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 8.2

*Üretici Fiyatları
Endeksi Ana
Sektörler Ağırlığı (%)*

Kaynak:

www.tuik.gov.tr

Ana Sektörler	2010	2011	2012
Tarım	17,07	17,49	17,21
Tarım, avcılık, ormancılık	16,75	17,15	16,87
Balıkçılık	0,32	0,34	0,34
Sanayi	82,93	82,51	82,79
Madencilik ve taşocakçılığı	2,62	3,10	3,09
İmalat	72,95	70,68	70,83
Elektrik, gaz ve su	7,36	8,73	8,87

Ana Sektörler	2010			2011			2012		
	Ürün Sayısı	Firma Sayısı	Fiyat Sayısı	Ürün Sayısı	Firma Sayısı	Fiyat Sayısı	Ürün Sayısı	Firma Sayısı	Fiyat Sayısı
Sanayi	671	1755	4449	677	1815	4543	683	1854	4664
Madencilik ve Taşocakçılığı	29	106	154	29	103	150	29	101	152
İmalat	636	1626	4238	642	1689	4336	648	1730	4454
Elektrik, gaz ve su	6	23	57	6	23	57	6	23	58
Tarım	108	325	9203	108	729	10018	108	822	10291

Tablo 8.3
Üretici Fiyat
Endeksinde Yer Alan
Ana Sektörlere İlişkin
Değerlendirme

Kaynak:
www.tuik.gov.tr

Para ve Toplam Talep

Para arzı ve talebindeki değişiklikler, makro iktisadi değişkenler üzerinde birçok etkiye neden olmaktadır. Bu durum sebebiyle de parasal iktisat, standart kısa dönem makro iktisat teorisi ile iç içedir.

Paranın toplam talebi hangi ölçüde etkilediği ve bu etkileşim mekanizmalarının ne olduğu, talep cephesinde parasal iktisattaki temel tartışma konularından biridir. Klasik görüş, paranın toplam talep üzerinde doğrudan etkisine vurgu yaparken, Keynesyen görüş ise dolaylı mekanizmalara dayanır. Ayrıca klasiklere göre paranın toplam talep üzerindeki etkisi oldukça güçlü kabul edilmekteyken Keynesyen görüşte paranın toplam talep üzerindeki etkisine atfedilen önem daha azdır.

Bir ekonomide para miktarı ile fiyatlar arasında nasıl bir ilişki olduğu incelenirken toplam arz ve toplam talep analizinden faydalanılır. Çünkü bir ekonomide ortalama fiyatların göstergesi olarak kabul edilen, fiyatlar genel düzeyinin seviyesi, toplam arz- toplam talep analizi ile belirlenmektedir. Bir ekonomide denge fiyatlar genel seviyesi ve denge millî gelir düzeyi, toplam talep toplam arz eşitliğinin sağlanmasıyla yani ekonominin genel dengesinin sağlanmasıyla belirlenmektedir.

Toplam talep ve toplam arzın birbirine eşit olması ekonomide genel dengenin sağlandığını gösterir. Bu eşitliği sağlayan fiyatlar genel düzeyi, denge fiyat düzeyi olarak, çıktı miktarı ise denge millî gelir düzeyi olarak tanımlanır. Fiyatlar genel düzeyinde bir değişim olması için ise toplam arz ve/ veya toplam talep eğrilerinin yer değiştirmesi gerekmektedir.

İktisat teorisinde toplam talep eğrisinin eğimi tartışma konusu olmazken, bu eğrinin yerinin nasıl değişebileceği tartışılabilir. Keynesyen iktisat, toplam talebi toplam harcamalardan türetmektedir. Dolayısıyla toplam harcama fonksiyonunda yer alan değişkenler, millî gelir değişimi dışındaki bir nedenden ötürü değişiyor ise toplam talep eğrisinin yer değiştirmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla tüketim, planlanan yatırımlar, kamu harcamaları ve net ihracatta millî gelir değişimi dışındaki bir nedenden kaynaklanan bir artış, o ekonomideki mevcut toplam talebin artmasına neden olacak, toplam talep eğrisi ise bu sebeple sağa kayacaktır. Bu durumda ekonominin genel dengesinin sağlandığı fiyatlar genel düzeyinin değişmesi söz konusu olacaktır. Pozitif eğimli ya da sıfır esnek bir arz eğrisine sahip ekonomilerde, bahsi geçen olası bir gelişme fiyatlar genel düzeyinin artmasına, aksi bir gelişme ise fiyatlar genel düzeyinin düşmesine neden olacaktır. Görüldüğü gibi toplam talep eğrisinde bir kayma, fiyatlar genel düzeyini değiştirmiştir.

Keynesyen iktisada göre toplam talep eğrisinin yerini değiştirebilecek unsurlardan ikisi, ekonomideki para miktarındaki değişmelere karşı duyarlı olabilir. Bunlar yatırım harcamaları ve net dış ticarettir. Para arzındaki bir artış, ekonomide faiz oranlarını düşürebilir. Bu durumda yatırım harcamaları faizlerdeki bu değişime artarak tepki verecek ve dolayısıyla para arzındaki artış, toplam talepte bir artışa neden olacaktır. Benzer bir etki, toplam talebin bir başka bileşeni olan net dış ticaret üzerinden de ortaya çıkabilir. Faizlerdeki bu azalma sonucu, net dış ticaret artabilir ve dolayısıyla toplam talep artabilir. Görüldüğü gibi toplam talep, para arzındaki değişmelere tepki vermektedir. Para arzındaki bir artış, toplam talebi arttırmakta, toplam talep eğrisinin sağa kayması ise fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine neden olmaktadır. Elbette ki Keynesyen modele göre böyle bir genişlemenin fiyatları arttırmama ihtimali de bulunmaktadır. Ekonominin likidite tuzağında bulunması ya da yatırımların faiz esnekliğinin sıfır olması durumunda para arzındaki artışın toplam talebi etkilemesi mümkün değildir. Bu durumlar geçerli olmasa bile toplam arzın sonsuz esnek olması durumunda da toplam talep artışının fiyatları etkilemesi mümkün olmayabilir. Ancak pozitif ya da sıfır esnekliğe sahip bir arz eğrisine sahip bir ekonomi için, para arzı faizleri ve yatırım harcamalarını etkilediği sürece, fiyatlar üzerinde etkili olacaktır.

Monetarist iktisada göre de benzer sonuçlar geçerlidir. Keynesyen ve Monetarist görüş toplam talep eğrisinin yerini etkileyen faktörlerin ne olduğu konusunda birbirinden ayrılmakla birlikte, olası faktörler içinde fikir birliği sağlanan tek faktör paradır. Çünkü Monetarizme göre, toplam talep eğrisini etkileyen tek faktör paradır. Daha önceki ünitelerde bahsedilen miktar kuramının Monetarist yorumu olan Modern Miktar Kuramına göre, bir ekonomide para arzındaki değişim, toplam harcamaları etkilemektedir.

Dolayısıyla, para gerek Keynesyen iktisatta gerekse de Monetarist iktisatta toplam talebi etkileyen makro ekonomik bir değişkendir. Bu durumda paranın miktarındaki değişmelerin fiyatlar üzerinde etkili olması gerekmektedir. Ancak para arzındaki değişimin fiyatlar üzerinde yaratacağı etki, para arzı değişiminin şiddetine bağlı olduğu gibi, aynı zamanda toplam arz eğrisinin şekline yani eğimine de bağlıdır.

PARA VE FİYAT İSTİKRARSIZLIĞI

Bir ekonomide mal ve hizmetlerin fiyatları değişme eğilimi içindedir. Bu durum mal ve hizmetlerin ağırlıklı ortalaması olan fiyatlar genel düzeyi için de geçerlidir. Fiyatlar genel düzeyindeki değişimler genel olarak artış şeklinde olurken, azalış yönündeki eğilimler daha seyrek görülen bir durumdur. Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artış enflasyon olarak adlandırılırken, fiyatlar genel düzeyindeki sürekli azalmalar deflasyon olarak adlandırılmaktadır. Ekonomilerdeki fiyatlar genel düzeyindeki değişmelerden kaynaklanan istikrarsızlık ile ilgili hakim olan özellik, deflasyon değil enflasyondur.

Para ve Enflasyon

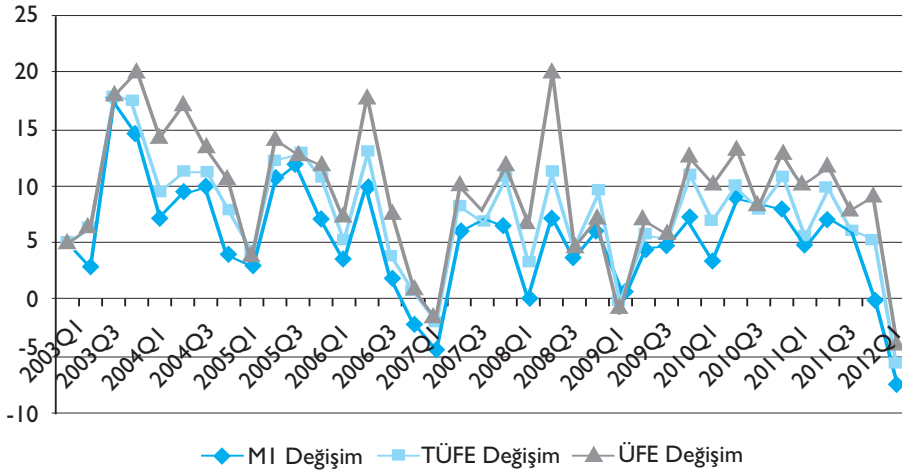
Enflasyon belirli bir zaman döneminde ortalama mal ve hizmet fiyatlarındaki sürekli artış eğilimidir. Dolayısıyla enflasyon, ekonomi politikası amaçlarından biri olan fiyat istikrarının bozulma çeşitlerinden biridir. Enflasyon, yaşandığı ekonomilerde paranın satın alma gücünün düşmesi anlamına gelir.

Enflasyon: Bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinde yaşanan sürekli artıştır.

Şekil 8.1

Para Arzı (M1) ve Fiyat Endeksleri Değişim Hızları (2003-2012)

Kaynak:
www.tcmb.gov.tr



Yukarıdaki grafikte Türkiye ekonomisinde 2003 yılından itibaren parasal büyüme ile fiyat endekslerindeki değişim hızları verilmiştir. Serilerin birbirine paralel gelişim gösterdiği görülmektedir. Dolayısıyla bu tablo, ülkemizde de para miktarı ve enflasyon arasındaki ilişkinin varlığını göstermektedir.

Enflasyonun Nedenleri

Fiyatlar genel düzeyinin artması için ya toplam talep artmalı ya toplam arz azalmalı ya da iki durumun bir birleşimi gerçekleşmelidir. Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışın nedenlerine bakarken “Neden sürekli olarak toplam arz azalır ya da neden toplam talep artar? Bu azalış ve artışlar sürekli olabilir mi?” sorularına cevap bulmaya çalışacağız.

Öncelikle toplam arz cephesi açısından değerlendirmemizi yapalım. Örneğin kuraklık, deprem, enerji kısıtlamaları, petrol fiyatlarındaki artış gibi üretim düzeyini azaltıcı arz şokları toplam arz eğrisinin sola kaymasına fiyatlarda bir artışa neden olur. Ancak yaşanan bu arz şokları sürekli yaşanmamaktadır. Bu yüzden olumsuz arz şokları fiyatlar genel düzeyini arttırır, ancak fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışın arkasındaki temel neden olarak görülemez.

Bu durumda eğer bir ekonomide enflasyon yaşanıyor ise bunun ana nedeni toplam talebin sürekli olarak toplam arzdan fazla oluşudur. Toplam arz ve toplam talep arasında fiyatları bu şekilde değiştirebilecek olası gelişmelere aşağıda değinilmiştir.

Kamu harcamalarının kamu gelirlerinden fazla olması; kamu harcamalarının artması, buna koşut olarak vergi gelirlerinin azalması ya da vergi gelirleri azalması bile kamu harcamalarını telafi edecek düzeyde artmaması, toplam talebin artmasına ve fiyatlarda bir artışa neden olacaktır. Ancak kamu açığının fiyatlar genel düzeyinde sürekli artışa yol açabilmesi için, bu açığın para basılarak finanse edilmesi gerekmektedir.

Kamu açıkları, iç ve dış borçlanmalar yoluyla da finanse edilebilir ancak bir ülkenin sürekli olarak borçlanmasının da bir sınırı vardır. Sürekli kamu açığı olan ve yüksek enflasyona sahip ülkenin bu açığını sürekli olarak borçlarla kapatması zor bir durumdur. Bu durumda devletin kamu açıklarını azaltıcı önlemler alması ya da borcunu para basarak finanse etmesi gerekecektir. Yani sürekli enflasyonun ortaya çıkması için, devletin toplam talebi sürekli olarak artırması ve bunu da ancak parasal genişlemeyle karşılaması gerekecektir.

Kamu kesimi açığı dışında sisteme çıkan paranın toplam talep üzerindeki etkisi: İlk olarak örneğin parasal genişleme bankalara daha fazla kredi verme olanağı sunmaktadır. Bu olanağın bankalarca kullanıldığını farz edersek kredi arzının artması iç talepte bir artışa yol açacaktır. İkinci olarak parasal genişleme yerli paranın değer kaybetmesine ve ihracatın artmasına yol açar. Bu da toplam talebin artmasına neden olur. Para ve toplam talep arasındaki ilişkinin ele alındığı başlıkta ortaya konduğu gibi, toplam talep parasal genişlemeden etkilenmektedir.

Toplam talebin artmasına yol açan yukarıda belirttiğimiz nedenlerin sürekli ve yüksek enflasyona yol açabilmesi için sürekli parasal bir genişlemenin olması gerekmektedir. Keynesyen iktisatçılara göre kısa dönemde enflasyona yol açan birkaç parasal olmayan faktör de mevcuttur. Monetarist görüşe göre ise enflasyonun nedeni para arzındaki yüksek artış oranıdır. Kısa dönemde, Keynesyen iktisatçılar ve Monetarist iktisatçılar enflasyonun kaynağının para arzındaki yüksek artış olması noktasında birleşmeler de uzun dönemde yaşanan sürekli enflasyonun üzerinde para arzındaki sürekli artışın rolünü kabul ederler.

Parasal Genişlemenin Nedenleri

Merkez bankasının para politikası önlemleri reel ve nominal değişkenleri, parasal aktarma mekanizması olarak bilinen bir çok kanal aracılığıyla etkileyebilmektedir. Uzun dönemde para politikası uygulamalarıyla enflasyon ve döviz kuru gibi nominal değişkenler etkilenen iken istihdam ve gayrisafi millî hasıla gibi reel değişkenlerin büyüme oranı ya da ortalama düzeyleri arttırılamamaktadır. Fakat kısa dönemde para politikası hem reel hem de nominal değişkenler üzerinde bir etkiye sahiptir. Fakat ekonomide tahmin edilemeyen şoklar ve mevcut belirsizliklerle birlikte karmaşık parasal aktarma mekanizmaları (değişken gecikmeler ve farklı aktarma mekanizmalarının ekonomiyi etkileme gücünden kaynaklanan) para politikası aracılığıyla ince ayar yapılmasını güçleştirmektedir. Ayrıca, istikrarsız ve yüksek bir enflasyona yol açan para politikası uygulamaları, piyasa ekonomisinin etkinliğinin azalmasına yol açmaktadır.

Uzun süre devam eden bir enflasyonun ortaya çıkabilmesi için sürekli bir parasal genişlemenin olması gereğini vurguladıktan sonra para otoritesinin neden sürekli parasal genişlemeye gittiğini de tartışmak gerekmektedir.

Ekonomik Canlanma ile İstihdamı Arttırma İsteği ve Enflasyon

Para arzının artmasıyla başlangıçta artan karlarla birlikte ekonomik canlanma ve istihdam artışı, enflasyon artışı ile gerçekleşir. Ancak bu olumlu etkiler, kısa süre sonra yerini süreklilik kazanan yüksek enflasyona bırakır ve büyüme üzerindeki olumlu etki kaybolarak olumsuz etkiler ortaya çıkmaya başlar.

Genişlemeci politikalar uzun dönemde enflasyona yol açmaktadır. Çünkü ücretler ve fiyatlar ileriye dönük enflasyon beklentilerine göre şekillenmektedir. Ekonomik canlanmayı hedefleyen bir para politikasıyla ekonomik birimlerin beklentilerinin değişmeyeceği varsayılarak enflasyon arttırılmadan, üretimin arttırılacağı ve işsizliğin azaltılacağı görüşü tartışılmaktadır. Bu tip genişlemeci politikaları uygulayanlar, ekonomik birimlerin beklentilerini veri (bekleyişlerin sabit olduğu) kabul etmekte (işçilerin ücret ve firmaların fiyatlarında, dolayısıyla da enflasyonda artış olmayacağını varsayarak) ve zaman tutarsızlığı sorununu göz ardı etmektedir. Zaman tutarsızlığı sorununun ortaya çıkma sebebi, ücretlerin ve fiyatların belirlenmesi sürecinde, gelecekte izlenecek para politikası ile ilgili bekleyişlerin belirleyici rol oynamasıdır. Ekonomik birimlerin bekleyişleri sabitken para politikası kararlarını verenler beklenenden daha fazla genişlemeci bir para politikası izleyerek

ekonomiyi canlandırabileceklerini ve dolayısıyla işsizliği düşürebileceklerini düşünerek beklenenden daha yüksek genişlemeci politikalar izleme eğilimi sergilerler. Ancak işçiler ve firmalar ücret ve fiyatlarla ilgili kararlarını izlenecek politika konusundaki beklentilerine dayandırdıkları için, karar alıcıların genişlemeci para politikası izleme eğiliminde olduklarının farkına varırlar ve enflasyonla ilgili beklentilerini artırırlar. Sonuçta ise ücretler ve fiyatlar yükselir. Zaman tutarsızlığı probleminin genel sonucunu şu şekilde özetlemek mümkündür. Para politikası kararlarını alanların firmaları ve işçileri sürekli şaşırtması mümkün değildir. Dolayısıyla bu tür genişlemeci para politikaları ortalama anlamda daha yüksek üretim düzeyi yaratmaz ama daha yüksek bir enflasyona yol açar. Başka bir deyişle, akılcı davranan ekonomik birimler üretim artışını hedef alan bir merkez bankasının gelecekteki politikasının genişlemeci olacağını öngörerek ücret ve fiyatlarda artış yaparak enflasyon beklentisine neden olurlar. Sonuçta üretim artışı sağlanmadan yüksek bir enflasyon düzeyinde denge sağlanmış olur. Bu bağlamda genişlemeci politikalar uzun dönemde ekonomik büyümeyi değil enflasyonu arttırmaktadır.

Bütçe Açıkları ve Enflasyon

Yüksek enflasyon oranlarının altında yatan temel nedeni, ekonomiyi canlandırma ve yüksek istihdam hedefiyle bağdaştırmak yeterli olmayacaktır. Çünkü çok yüksek enflasyon oranlarına düşük oranda büyüme gerçekleştirebilmek için katlanılması ve bir de bu büyümenin kalıcılığının şüpheli olması nedeniyle başka bir neden daha aranması gerekmektedir. Bu neden bütçe açıklarının sürekli olarak para arzı artışıyla kapatılmasıdır.

Daha önce belirttiğimiz gibi, devlet bütçe açıklarını vergileri arttırarak veya borçlanarak kapattığında bunun enflasyonist etkileri olmayacak, sürekli enflasyon oranlarının yaşanabilmesi için bütçe açıklarının para arzı artışı ile finanse edilmesi gerekecektir. Bütçe açıkları sürekli devam ederse ve bu açık sürekli para arzı artışı ile finanse edilirse yüksek enflasyona yol açabilecektir.

Bu durumu en açık şekilde hiperenflasyonların yaşandığı ortamlarda görebiliriz. Tarihte bazı ülkelerin yaşadığı hiperenflasyonlarda paranın rolü son derece nettir. Bunun en tipik örneği, Birinci Dünya Savaşı sonunda yaşanan ve fiyatların ortalama olarak ayda %300 civarında arttığı Alman hiper enflasyonudur. **Hiperenflasyonların** birtakım ortak özellikleri vardır: Öncelikle bu tür enflasyonların temel şartı kâğıt para rejimidir çünkü bu rejimde para miktarının hiperenflasyona yol açacak şekilde arttırılması teknik olarak mümkündür. Ayrıca hiper enflasyon ortamlarında son derece yüksek bütçe açıkları vardır ve bu açıklar muazzam ölçüde para basılarak kapatılmak zorunda olmuştur.

Bu tür enflasyonların ortaya çıkmasına neden olan yüksek bütçe açıklarının, savaşlar, darbeler ve iç savaşlarla ilgili olduğu görülmektedir. Örneğin Alman hiperenflasyonunun yaşanmasının altında, yüksek tutardaki savaş tazminatlarının ödenmesi sorunuyla başlayan ve devasa boyutlara ulaşan bütçe açıklarının muazzam ölçüde para basılarak kapatılması yatmaktadır. Böylesi dışsal şokların yarattığı devasa bütçe açıklarının kapatılmasında devlet, bunları içerden ve dışardan borçlanarak para arzını arttırmadan finanse etmeye çalışabilir. Eğer açık geçici olsa enflasyon kontrol altında tutulabilir. Ancak bütçe açığı devam ettikçe ve borç stoğu arttıkça, geri ödenmeme riski veya enflasyon riski gibi olumsuz koşulların ortaya çıkabileceği korkusu, bu açıkları finanse edenlerin isteksiz olmaya başlamalarına yol açar. Bu şekilde diğer finansman kaynakları kurduğunda, hükümet açığı para basarak finanse etme yolunu seçmek zorunda kalacaktır.

Hiperenflasyon: Bir ekonomide aylık fiyat artış hızının %50 ve üzerinde olduğu enflasyon türüdür.

Aşağıdaki tabloda tarihte yaşanan dört büyük hiperenflasyon örneği verilmiştir. Tablodan görüldüğü gibi, hiperenflasyon yaşayan bu ülkelerde hem fiyat düzeyi hem de para miktarında aşırı artışlar gerçekleşmiştir. Yine her durumda, son derece yüksek enflasyon oranlarının son derece yüksek para arzı artış oranları ile çakıştığı görülmektedir. Yine bu tablodan, enflasyon oranı ve para arzı artış oranı arasında güçlü bir korelasyon olduğu görülmektedir.

Tablo 8.4
Hiperenflasyon
Örneklerinde
Parasal Büyüme

Kaynak: Aslan, M.
Hanifi. (2009). *Para
Teorisi ve Politikası,*
Bursa, s. 352

Ülkeler	Zaman Dönemi	Aylık Enflasyon Oranı	Aylık Parasal Büyüme
Almanya	Ağustos 1922-Kasım 1923	322	314
Polonya	Ocak 1923-Ocak 1924	81	72
Yunanistan	Kasım 1943-Kasım 1944	365	220
Macaristan	Ağustos 1945-Temmuz 1946	19.800	12.200

Enflasyonun Maliyeti

Enflasyon, karar alma ve yatırım sürecinde, kredi piyasasında, işgücü piyasasında dış piyasalarda ve toplumsal alan olmak üzere çeşitli alanlarda bazı maliyetlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu maliyetler yaşanan enflasyonun şiddeti ve süresi arttıkça daha güçlü hissedilebilir.

Enflasyonist bir ortamda ekonomik birimlerin fiyatları algılama ve sağlıklı karar almaları zorlaşmaktadır. Çünkü nisbi fiyat değişmelerini takip etmek zorlaşacağı için, ekonomik birimlerin karar alma süreçleri olumsuz etkilenecektir. Enflasyonist ortam; geleceğe ilişkin belirsizlikleri arttırdığı için, ekonomik birimlerin uzun vadeli tüketim, tasarruf ve yatırım kararlarından kaçınmalarına neden olur.

Enflasyonun yarattığı belirsizlik, yatırımcının kendini garantiye almak ve riskten korunmak adına, fazladan bir getiri talep etmesine ve dolayısıyla reel faizlerin yükselmesine yol açar. Ayrıca enflasyon, ekonomik birimlerin birikimlerini enflasyondan korumak amacıyla üretken olmayan döviz, altın, gayrimenkul gibi alanlara yönelmelerine neden olur.

Enflasyon, karar alma sürecindeki belirsizliğe paralel olarak kredi piyasasında uzun vadeli kredi alabilme olanaklarını sınırlandırır. Enflasyon, ülkeye giren yabancı sermayenin ağırlıklı olarak kısa vadeli olmasına yol açarak ekonomideki kırılganlıkları artırır. Enflasyon, gelir dağılımının giderek bozulmasına neden olur. Çünkü enflasyonist ortamda tasarruf edebilme imkânı olan kesimler, yüksek reel faizlerden yararlanabilirken, gelir düzeyi düşük kesimlerin bu imkânı olmayacaktır.

SIRA SİZDE



Birçok iktisatçıya göre, yüksek enflasyon ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Bu görüşün dayanakları sizce neler olabilir?

Enflasyonla İlgili Yanlış ve Yetersiz Görüşler

İlk olarak yüksek fiyat düzeylerinin enflasyonla karıştırılması olgusunu ele alalım. Fiyat düzeyi ne kadar yüksek olursa olsun eğer fiyat düzeyi istikrar kazanmışsa bu durumun enflasyonla herhangi bir ilgisi yoktur. Bunun yanında enflasyon, ekonomik birimlerin satın alma güçlerinin azalması biçiminde düşünülmektedir. Ekonomik birimlerin bu düşüncesi eğer gelirleri fiyatlar oranında artarsa enflasyondan bahsedilemeyeceği şeklinde bir yorum yapılabilmesine olanak vermektedir. Ancak bu düşünce tarzı enflasyonun sadece bir açıdan etkisini göz önüne aldığı için yanlıştır. Çünkü gelirler fiyatlar oranında artsa bile, ekonomik istikrarsızlık yine orta-

dan kalkmayacaktır. Örneğin ekonomik birimler yine para şeklinde tasarruf yapmak istemeyecektir.

Ayrıca enflasyonun parasal genişleme şeklinde tanımlanması da yetersiz görüşlerden biridir. Enflasyonun bu şekilde tanımlanmasında, toplam harcamaların mal ve hizmet arzından daha fazla olduğuna işaret edilmek istenmektedir. Bu tanımlama amacı açısından doğru fakat ifade ediliş biçimiyle hatalıdır. Parasal genişlemenin enflasyona yol açtığı şeklinde yorum yapabilmek için, işin bir de talep tarafına bakmak gerekmektedir. Burada dikkat etmemiz gereken nokta, para talebinin üzerindeki parasal genişlemenin enflasyonist olduğudur. Çünkü para arzı arttığında aynı zamanda para talebi (elde para tutma isteği) de artmışsa parasal genişleme toplam harcamaları arttırmayabilir. Ekonomide bir mal veya hizmet üretildiğinde aynı zamanda bir gelir yaratılmaktadır. Dolayısıyla para miktarı bu ek üretim yani ekonomik büyüme kadar artırılır ise fiyatlar genel düzeyi üzerinde bir etki yaratılmaz.

Bunun yanında, para arzı artmadığı hâlde paranın dolaşım hızının artması harcamaları arttırabilir. Kısacası bu görüşün eksik yanı, dikkati sadece para miktarına çekiyor olmasıdır. Bu yüzden parasal genişleme enflasyona yol açan son derece önemli bir öge olmakla beraber, enflasyonun tek ve en iyi endeksi olarak kabul edilmesi de doğru değildir.

Bir başka sorunlu durum ise tek seferlik fiyat artışları ile enflasyonun birbirine karıştırılmasıdır. Fiyat artışlarının enflasyon olarak tanımlanması için süreklilik arz etmesi gerekmektedir.

Para ve Deflasyon

Genel olarak **deflasyon**, fiyatlar genel düzeyinde düşmedir. Enflasyon sıfırın altına düştüğünde, ki bu negatif enflasyondur, bu durum deflasyon olarak adlandırılmaktadır. Bir ekonomide deflasyonist bir sürecin yaşanması; ekonomik belirsizliklerin artması, kaynak dağılımının bozulması ve sağlıksız büyüme performansına neden olmak gibi sorunlara neden olabilir.

Deflasyon: Bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinde yaşanan azalmadır.

Deflasyonun Nedenleri

Hem talep hem de arz şokları deflasyona yol açabilir. Negatif talep şoklarında, düşen fiyatlar mal ve hizmetlerin talebindeki düşmeyle ortaya çıkarken pozitif arz şoklarında ise fiyatlardaki düşüşler, çıktı artışıyla olabilir. Bununla birlikte, deflasyon nadiren oluşur. Şokun kaynağı ne olursa olsun, bu borçlulardan alacaklılara gelirin yeniden dağıtılmasına yol açar.

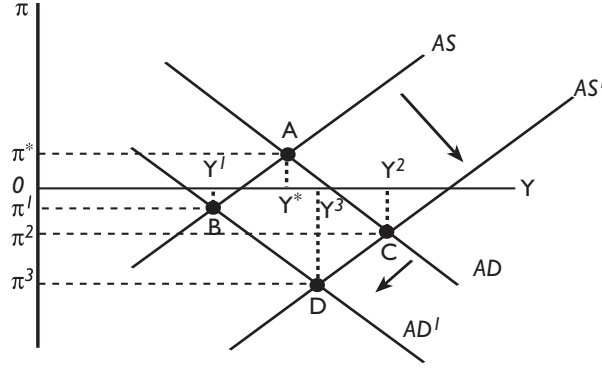
Deflasyonun Belirleyicileri

Toplam arz ve toplam talep şoklarının gösterildiği şekil 8.2'de bir ekonomideki deflasyonist süreç yansıtılmaktadır. Şekil 8.2'ye göre ekonominin başlangıçta toplam talep (AD) ve toplam arz (AS) eğrilerinin kesiştiği A noktasında, tam istihdam dengede düzeyinde (π^* , Y^*) dengede olduğunu göz önüne alalım. Daha sonra, örneğin oldukça şiddetli bir negatif talep şokunun yaşanmasıyla toplam talep eğrisi AD'den AD_1 'e sola doğru kaymış ve ekonomi deflasyonist bölgeye itilmiştir. Böylece üretim miktarı düşmüş ve ekonomideki fiyat artış hızı negatif düzeyde gerçekleşmiştir (π^1 , Y^1). Böyle bir şokun ortaya çıkabilmesi için yaşanması gereken olası nedenlere örnek olarak bir **varlık fiyatı balonu** patlaması veya aşırı derecede sıkı politikalar verilebilir. Daraltıcı para politikası, bu sıkı politika örneklerinden biridir. Ayrıca negatif para arzı şokunun yaşanması da benzer bir etki yaratabilir.

Varlık Fiyatı Balonu: Bir ekonomide gayrimenkul ya da varlık piyasalarında enflasyon oranının üzerinde gerçekleşen aşırı fiyat artışlarının olmasıdır.

Şekil 8.2

Toplam Talep ve Arz Şokları



Şok etkisi, ilk deflasyonist etkiyi güçlendiren güven kaybı ve azalan fiyat beklentileri yoluyla ağırlaşmış olabilir. Alternatif olarak pozitif bir arz şokunda, toplam arz eğrisi sağa doğru kayarak AS konumundan AS_1 konumuna gelir. Bu değişimden sonra (toplam talep değişmezken) üretim düzeyi daha yüksekken fiyatlar genel düzeyi düşecektir (π^2 , Y^2).

Pozitif arz şokları, teknolojik yenilik ve verimlilik artışı, ticaretin serbestleştirilmesi sonucu oluşan kazançlar veya uzun vadeli siyasi ve ekonomik istikrarın artacağı beklentileri de dâhil olmak üzere çeşitli faktörlere bağlı olarak ortaya çıkabilir. Bir ekonomide talep ve arz şoklarının bir arada olduğu (Aynı anda, toplam talep eğrisinin AD'den AD₁'e sola doğru ve toplam arz eğrisinin ise AS'den AS₁'e sağa doğru kayması durumu) durumlarla da karşılaşılabilir, bu deflasyonist baskıları artırırken üretim miktarındaki daraltıcı etki azalmaktadır (π^3 , Y^3).

Bir kere fiyatlar düşmeye başladığında özellikle bir talep şokunu takiben ekonomide bazı olumsuzluklar yaşanabilecek ve nominal faiz oranları muhtemelen azalacaktır.

Deflasyonist bir ortamda nominal faiz oranlarında sıfır düzeyine yaklaşıldığında veya gelindiğinde reel faiz oranları pozitif olacaktır. Nominal faiz oranları sıfır ya da sıfıra yakın olduğunda para talebi sonsuz ya da sonsuza yakın bir esnekliğe sahip olacağı için para politikası etkinliğini kaybedecektir. Bu durum ekonominin **likidite tuzağına** düşmesi anlamına gelir. Likidite tuzağında, para otoritesi ekonomiyi canlandırmak için para arzını arttırsa da para tutmanın alternatif maliyeti sıfır olduğu için para talebi sonsuz olur. Sonuç olarak fazla fonlar yeni yatırımlara kanalize olmayabilir. Likidite tuzağı genellikle devam eden deflasyona dönüşür.

Ekonomik birimler para arzının gelecekte izleyeceği yolun değiştirileceğine inandıkları sürece, geçici olacağını düşündükleri cari para arzı artışlarına tepki vermezler. Bu durumda, politika yapıcıların, deflasyonist ortamda politika uygulamalarının sınırlı düzeyde kalmasına neden olur. Fiyatların yükseleceği yönünde sözün kredibilite olabilmesi için yapılan uygulamaların bugünü değil geleceği de kapsamı gerekir.

Beklentilerin rolü deflasyonun kalıcılığı açısından çok önemlidir. Olumsuz bir talep şoku sonucunda, bugünkü mal fiyatlarının gelecekteki mal fiyatlarına göre çok yüksek olduğunu varsayalım. Bu durumda gelecekte daha yüksek harcama beklentisi nedeniyle bugünkü harcamalar azaltılacaktır. Bu ise ekonomi üzerinde cari dönemde yatırımları aşan tasarruf fazlalığı anlamına gelir. Ancak bir kez cari fiyat seviyesi azalmaya başlarsa beklenen fiyat seviyesi de düşmeye başlayabilir ve ekonomik aktivite daha da yavaşlar. Böylelikle fiyatlardaki düşüşlerin, gelecekteki fiyat gelişmeleri ile ilgili beklentileri güçlendirmesiyle bir deflasyonist spiral oluşabilir.

Likidite Tuzağı: Faiz oranlarının sıfır ya da sıfıra yakın olması durumunda para talebinin sonsuz yada sonsuza yakın olduğu ekonomik ortamdır.

Japonya'da deflasyon dönemi sona erdi

Deprem ve tsunaminin ardından üretim kısıtlılığı ve küresel ekonomide ise gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişle karşı karşıya kalan Japonya'da, tüketici fiyatları, Nisan ayında ilk kez artış kaydederek, 28 ayın zirvesine çıktı ve yıllık yüzde 0.6'ya yükseldi. Yukarıda verilen habere göre Japonya'da uzun bir aradan sonra deflasyonun sona erdiği ve fiyatlar genel düzeyinde bir artışın yaşandığı belirtilmektedir. Bu haberi dikkate alarak fiyatlar genel düzeyindeki artışın ne şekilde gerçekleşmiş olabileceğini şekil yardımıyla açıklayınız.



Deflasyonun Maliyeti

Deflasyonun, enflasyona (enflasyonun maliyeti önemli olsa da) göre potansiyel olarak daha maliyetli olduğu konusunda iktisat literatüründe artan bir fikir birliği vardır. Deflasyonun maliyeti; deflasyonun kaynağına, kapsamına ve süresine bağlıdır.

Deflasyonist sürecin toplam arzdan kaynaklanması durumunda, toplam talepten kaynaklanmasına kıyasla etkileri daha farklıdır. Fiyatlar üzerindeki etkileri benzer olsa da, çıktı üzerindeki etkileri tam ters yöndedir. İster arz isterse de talep şoku kaynaklı olsun, deflasyonist bir sürecin neden olabileceği bazı olumsuzluklara aşağıda değinilmiştir.

Nominal ücretler aşağı doğru katı olduğunda toplam talep kaynaklı deflasyon istihdamı azaltabilir. Yapışkan ücretlerin varlığı, fiyatların düşmesiyle reel ücretleri artırarak, kar marjlarını düşürecek ve istihdamın düşmesine yol açacaktır. Bu deflasyonist bir döngüye neden olabilir. Nominal ücretlerin aşağıya doğru katı olması deflasyon ortamında reel ücretlerin ayarlanma sürecini engelleyecektir.

Deflasyon hem finansal sistemin sağlıklı işleyebilmesine hem de ekonominin istikrarına zarar vermektedir. Beklenmeyen deflasyon borç-deflasyon ve kredi çöküşü gibi olumsuz mekanizmalar yoluyla finansal aracılık işlevini olumsuz etkileyebilir.

Borç deflasyon mekanizması durumu, beklenmedik deflasyon borcun reel değerinde bir artış yarattığı için, borçlulardan alacaklılara bir gelir transferi olmasıdır. Çünkü deflasyon nominal olarak sözleşmeli ödenmemiş borçların reel değerini yükseltmektedir. Borçluların, kredi verenlere göre harcama eğilimleri daha yüksek olduğu için böyle bir gelir transferi toplam talepte bir düşüşe neden olabilecektir.

Kredi çöküşü mekanizması durumunda ise borçlu ekonomik birimlerin, borçlarının değerinin artması ve düşen fiyatlar nedeniyle satış gelirlerindeki azalma sebebiyle firmaların net değerleri düşecektir. Bu durum, finansal sistem içinde sorunlu kredilerde bir artışa yol açabilir. Bu koşullar altında, sermaye tabanı aşınmış olan ekonomik birimler ve ayrıca bu birimlerle ticari ilişkide bulunan ekonomik birimler, iş yaparken risk alma konusunda ihtiyatlı davranırlar ve bu da ekonomik aktivitede bir düşüşe yol açar.

Deflasyonun olumsuz etkilerinden bir diğeri de nominal faizler üzerinde düşürücü bir etki yaratılmamasıdır. Düşük bir nominal faiz oranı, ekonomi deflasyonist baskı ile yüzyüze geldiğinde merkez bankasına faizleri daha düşük seviyeye getirmesi için çok küçük bir manevra alanı bırakır. Bu durumda, artan deflasyonist baskı reel faiz oranlarında bir artış beklentisinin ortaya çıkmasına ve böylece muhtemelen daha büyük ekonomik istikrarsızlıklara yol açacaktır.

Özet



Para ve fiyatlar genel düzeyi arasında nasıl bir ilişki olduğunu açıklamak.

Para teorisinin ilgi alanlarından biri, para ve ekonomi arasındaki ilişkilerdir. Bu ilişkilerin sağlıklı olarak ortaya konulabilmesi için paranın ekonomideki rolünün doğru anlaşılması gerekmektedir. Genel olarak bakıldığında para ve ekonomi arasındaki ilişkilerin sonuçları fiyatlar genel düzeyi ve milli hasıla düzeyi üzerinde ortaya çıkmaktadır.

Bir ekonomide piyasada alım-satım konu olan mal ve hizmetlerin, belirli bir dönemdeki ortalama fiyatlarına, fiyatlar genel düzeyi denilmektedir. Başka bir deyişle fiyatlar genel düzeyi, ekonomideki mal ve hizmetlerin mutlak fiyatlarının ağırlıklı ortalamasıdır.

Bir ekonomide çeşitli amaçlarla birden çok fiyat endeksi oluşturulmaktadır. Ülkemizde kullanılan önemli fiyat endekslerinden ikisi Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından oluşturulan ve takip edilen Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) ve Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) dir.

Tüketici Fiyatları Endeksi belirli bir zaman aralığında hanehalklarının tüketim harcamalarında yer alan mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimleri göstermektedir. Tüketici Fiyatları Endeksi, ülkemizde hanehalklarının tüketimine yönelik mal ve hizmet fiyatlarının zaman içindeki değişimini takip etmek için kullandığımız fiyat endeksidir.

Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE), belirli bir referans döneminde ülke ekonomisinde üretimi yapılan ürünlerin yurt içine yönelik üretici fiyatlarını zaman içinde karşılaştırarak fiyat değişikliklerini gösteren fiyat endeksidir. Hizmetleri kapsayan bu endeks, sektörlerde üretimi yapılan malların, üretici tarafından yurtiçi peşin satış fiyatlarındaki değişimleri göstermektedir.

Bir ekonomide para miktarı ile fiyatlar arasında nasıl bir ilişki olduğu incelenirken toplam arz ve toplam talep analizinden faydalanılır. Çünkü bir ekonomide ortalama fiyatların göstergesi olarak kabul edilen fiyatlar genel düzeyinin seviyesi, toplam arz- toplam talep analizi ile belirlenmektedir.



Paranın enflasyon ve deflasyon gibi fiyat istikrarsızlıklarına nasıl neden olabileceğini açıklamak.

Enflasyon, belirli bir zaman döneminde ortalama mal ve hizmet fiyatlarındaki sürekli artış eğilimidir. Dolayısıyla enflasyon, ekonomi politikası amaçlarından biri olan fiyat istikrarının bozulma çeşitlerinden biridir. Enflasyon yaşandığı ekonomilerde paranın satın alma gücünün düşmesi anlamına gelir.

Fiyatlar genel düzeyinin artması için ya toplam talep artmalı ya toplam arz azalmalı ya da iki durumun bir birleşimi gerçekleşmelidir. Toplam talebin artmasına yol açan nedenlerin sürekli ve yüksek enflasyona yol açabilmesi için sürekli parasal bir genişlemenin olması gerekmektedir.

Genel olarak deflasyon fiyatlar genel düzeyinde düşmedir. Bir ekonomide deflasyonist bir sürecin yaşanması, ekonomik belirsizliklerin artması, kaynak dağılımının bozulması ve sağlıksız büyüme performansı gibi sorunlara neden olabilir.

Hem talep hem de arz şokları deflasyona yol açabilir. Negatif talep şoklarında, düşen fiyatlar mal ve hizmetlerin talebindeki düşmeyle ortaya çıkarken pozitif arz şoklarında ise fiyatlardaki düşüşler, çıktı artışıyla olabilir.

Kendimizi Sınayalım

1. Aşağıdakilerden hangisi Tüketici Fiyat Endeksi Mal Sepetinde yer alan mal ve hizmetler arasında **yer almaz**?
 - a. Gıda
 - b. Konut
 - c. Ulaştırma
 - d. Giyim ve ayakkabı
 - e. Tarım
2. Aşağıdakilerden hangisi fiyatlar genel düzeyindeki sürekli azalmayı ifade eder?
 - a. Enflasyon
 - b. Slumflasyon
 - c. Deflasyon
 - d. Stagnasyon
 - e. Stagflasyon
3. Bir ekonomide cari yıla ilişkin TÜFE değeri 120, bir yıl öncesinin TÜFE değeri 110 ise enflasyon oranı yüzde kaç olur?
 - a. 9.09
 - b. 10.9
 - c. 8.33
 - d. 18.8
 - e. 11.2
4. Monetarist iktisatçılara göre aşağıdakilerden hangisi toplam talep eğrisinin yer değiştirmesine neden olur?
 - a. Kamu harcamaları
 - b. Net ihracat
 - c. Planlanan yatırımlar
 - d. Para arzı
 - e. Tasarruflar
5. Aşağıdaki durumlardan hangisi deflasyonun ortaya çıkmasına neden olan faktörlerden birisi **değildir**?
 - a. Negatif talep şoku
 - b. Pozitif arz şoku
 - c. Para arzının azalması
 - d. Para talebinin artması
 - e. Nominal faizlerin yüksek olması
6. Aşağıdaki durumlardan hangisinde enflasyon ortaya **çıkamaz**?
 - a. Bütçe açıklarının sürekli para arzıyla kapatılması
 - b. Yüksek istihdam amacıyla sürekli para arzının artırılması
 - c. Ekonomik büyüme oranında para arzının artırılması
 - d. Ekonomik canlanma hedefi için para arzının sürekli artırılması
 - e. Kamu açıklarının sürekli para arzı artışıyla karşılanması
7. Aşağıdakilerden hangisi Zaman tutarsızlığı probleminin genel sonuçlarından biri **değildir**?
 - a. Para politikası uygulayıcıları, firmaları sürekli olarak şaşırtamaz.
 - b. Para politikası uygulayıcıları işçileri sürekli olarak şaşırtamaz.
 - c. Genişlemeci para politikaları daha yüksek üretim düzeyi yaratmaz.
 - d. Genişlemeci para politikaları daha yüksek bir enflasyona yol açar.
 - e. Genişlemeci para politikaları daha yüksek bir deflasyona yol açar.
8. Aylık fiyat artışlarının %50'yi aştığı enflasyon türü aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. Deflasyon
 - b. Yüksek enflasyon
 - c. Hiperenflasyon
 - d. İlimli enflasyon
 - e. Çekirdek enflasyon
9. Aşağıdakilerden hangisi deflasyonun olumsuz etkilerinden biri **değildir**?
 - a. Nominal faizler üzerinde düşürücü bir etki yaratılmaması
 - b. Yapışkan ücretlerin varlığı nedeniyle reel ücretlerin artması
 - c. Borçlulardan alacaklılara bir gelir transferi olması
 - d. Finansal aracılık işlevini olumsuz etkileyebilmesi
 - e. Borçların reel maliyetini düşürmesi
10. Belirli bir zaman aralığında hanehalklarının tüketim harcamalarında yer alan mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimleri gösteren endeks aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. ÜFE
 - b. TÜFE
 - c. GSMH deflatörü
 - d. TEFE
 - e. Laspeyres Endeksi

Yaşamın İçinden

“



29.03.2010

Japonya'da deflasyon korku yaratıyor

Japonya'da fiyatların 12 aydır sürekli olarak düşmesi (deflasyon) ülkenin resesyona (durgunluk) tekrar geri dönebileceği endişelerini körüklüyor. Japonya'da en son açıklanan veriler, fiyatların şubat ayında bir önceki yıla oranla yüzde 1,2 gerilediğini ortaya koydu. Bu durum insanların tüketime yöneleceği ve ekonominin canlanacağı beklentisini yaratabilir ancak öyle olmadı. Japonlar fiyatların daha da ineceği beklentisiyle alışverişlerini sürekli olarak erteliyor. Bu da ekonomiyi bir kısır döngüye sokuyor. Tüketim olmayınca şirketlerin kârları giderek düşüyor, kârları düşen şirketler daha az maaş veriyor, daha az maaş alan çalışanlar daha az tüketiyor.

Yaz ayında seçime gitmeye hazırlanan hükümet ise sorunu çözmek için Japonya Merkez Bankası'na baskı yapıyor. Merkez Bankası'ndan, para arzını arttırması isteniyor. Hükümetin bunun dışında ise manevra alanının sınırlı olduğuna dikkat çekiliyor. Japonya sanayileşmiş ülkeler arasında borç miktarı en yüksek olan ülke. Bu nedenle de fiyatların yükselişe kolay kolay geçemeyeceği belirtiliyor. Bu da Japonya'nın tekrar resesyona dönebileceği endişelerini getiriyor. Japonya, resesyondan yani ekonomik durgunluktan 2009 yılının son çeyreğinde yakaladığı yüzde 0,9'luk mütevazı büyümeyle kurtulmayı başarmıştı. (bbc)

Okuma Parçası



19.03.2010

Japon deneyimi yeniden

UĞUR GÜRSES

Ekonomi

Para politikasından 'miktarsal gevşetmenin' (Quantitative easing) 'piri' Japonlardır. Çünkü 1989 yılından sonraki yirmi yıllık döneme damgasını vuran durgunluk ve deflasyon sorunuyla baş etmek için, Japonlar bir yandan faizleri sıfırlarken...

Para politikasından 'miktarsal gevşetmenin' (Quantitative easing) 'piri' Japonlardır. Çünkü 1989 yılından sonraki yirmi yıllık döneme damgasını vuran durgunluk ve deflasyon sorunuyla baş etmek için, Japonlar bir yandan faizleri sıfırlarken, bunun yetmediğini gördüklerinde parasal alanda miktar gevşemesi yoluna gittiler. Bunun özü, Japon Merkez Bankası'nın (BOJ) piyasaya çeşitli araçlarla

bol miktarda para sürmesidir. İşte bu yüzden, 2000'li yılların ortalarında çoğumuzun 'küresel likidite' olarak adlandırdığı olguyu yaratarlardan ve de büyük ölçüde katkıda bulunanlardan biri de Japonya'dır. Japonya'da 1989 sonrasında olan şudur: Çöken borsa ve gayrimenkul fiyatları, hem başta bankalar olmak üzere ülkede finansal yapıyı sarstı. Hem de, tasarruflarını, emeklilik yatırımlarını borsaya yatıran hane halkının servetini eritti. Yaşlanma nedeniyle sosyal güvenlik kaygılarının daha fazla olduğu, bu yüzden de tasarrufları eriten bu gelişme karşısında daha fazla temkinliliği tercih eden hane halkı, uzun vadede ekonomide durgun bir seyre yol açtı. Japonya'da merkez bankası BOJ, 2001 yılının mart ayında başladığı 'miktarsal gevşemeyle' devlet tahvilleri satın alarak piyasaya bol miktarda Yen vermeye başladı. Japon Merkez Bankası'nın aktif büyüklüğü, ortalama olarak GSYH'nın yüzde 10'u seviyesinde seyrederken, 2003 ortasında yüzde 26'sına ulaşmıştı. 2005 Yılı sonuna gelindiğinde ise 2000 yılına göre para tabanındaki artış yüzde 66'ya ulaşmıştı. Beş yılda piyasaya giren para 350 milyar dolar karşılığı idi. Bu politikadan 'çıkış' kararı alındığında yani 2006'da, bir yıl içinde para tabanı yüzde 20 daraltıldı.

Japonya'da Parasal Gelişme

	Para Tabanı Yıllık Değişim (yüzde)
2000	-1.1
2001	16.9
2002	19.5
2003	13.2
2004	4.2
2005	1.0
2006	-20.0
2007	0.4
2008	1.8
2009	5.2

Kaynak: BOJ

Japonların bu parasal manevraları, geride kalan 10 yıla önemli ölçüde damga vurdu. Likidite ve finansal yatırım patlamasına yol açtı. Sona erişti de, benzer biçimde etkiledi. Japon Merkez Bankası BOJ, geçtiğimiz gün, 2009'da krize karşı yüzde 5 büyüttüğü para tabanını bir yüzde 10 daha büyütme kararı aldı. İşte bu karar, kabaca finansal piyasalara 100 milyar dolar karşılığı bir likidite girişi demektir. Önceki gün ülkemizde 'IMF gitti faiz düştü' gibi algılanan karar buydu! Ancak bunun orta vadede fazla bir yararı olamayacak, finansal piyasalarda kısa vadeli bir 'adrenalin etkisi' yaratacak. 1989'da başlayan ve

”

Japonya'nın 20 yılını esir alan durgunluk ve deflasyondan alınan dersler gösteriyor ki; Japon siyasetçiler, bankacılıktaki sorunları çözmeye iradesini gösteremeyince, sorunu zamana bırakma, ekonomik büyümeyi de yere sermişti. İşte bu yüzden, bugünkü krizin ana odağı da, krizin merkezi olan ülkelerdeki finansal sistemin derlenip toplanmasındadır. Merkez bankaları bu tür bir yarıncında sadece 'ara soğutma' sağlayabiliyor, o kadar.

Kendimizi Sınavı Yanıt Anahtarı

1. e Ayrıntılı bilgi için "Tüketici Fiyatları Endeksi" konusuna bakınız.
2. c Ayrıntılı bilgi için "Para ve Deflasyon" konusuna bakınız.
3. a Ayrıntılı bilgi için "Tüketici Fiyatları Endeksi" konusuna bakınız.
4. d Ayrıntılı bilgi için "Para ve Toplam Talep" konusuna bakınız.
5. e Ayrıntılı bilgi için "Deflasyonun Nedenleri" konusuna bakınız.
6. c Ayrıntılı bilgi için "Enflasyonla ilgili yanlış ve yetersiz görüşler" konusuna bakınız.
7. e Ayrıntılı bilgi için "Parasal Genişlemenin Nedenleri" konusuna bakınız.
8. c Ayrıntılı bilgi için "Parasal Genişlemenin Nedenleri" konusuna bakınız.
9. e Ayrıntılı bilgi için "Deflasyonun Maliyeti" konusuna bakınız.
10. b Ayrıntılı bilgi için "Tüketici Fiyatları Endeksi" konusuna bakınız.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

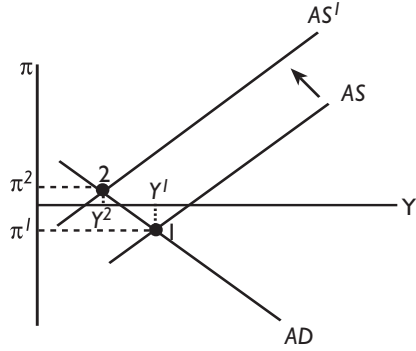
Sıra Sizde 1

Yüksek enflasyonun en önemli etkilerinden biri, kaynak tahsisinde etkinliği bozmasıdır. Ekonomide kaynakların etkin ve verimli bir şekilde üretken alanlara aktarılmamasına yol açar. Ayrıca kredi piyasasında vadelerin kısılması da uzun vadeli yatırımların finansmanında sorunlar yaşanmasına, birçok yatırım projesinin hayata geçirilememesine neden olur. Bu da ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyen bir başka unsurdur.

Sıra Sizde 2

Habere göre Japonya'da deprem felaketinin yaşanması ve küresel gıda ve enerji fiyatlarındaki yükseliş negatif arz şokunun yaşandığını göstermektedir. Buna göre, ekonominin başlangıçta şekilde verilen toplam talep (AD) ve toplam arz (AS) eğrilerinin kesiştiği 1 noktasında, deflasyonist bölgede dengede olduğunu düşünelim. Oldukça şiddetli bir negatif arz şokunun yaşanmasıyla toplam arz eğrisi AS'den AS1'e kaymış ve ekono-

mi deflasyonist bölgeden çıkararak enflasyonist bölgede dengeye gelmiştir. Böylece üretim miktarı Y2'ye düşmüş ve ekonomideki fiyatlarda π_2 düzeyine çıkmış ve ekonomi deflasyonist bölgeden çıkmıştır.



Yararlanılan Kaynaklar

- Aren, Sadun. (1998). **İstihdam Para ve İktisadi Politika**, Ankara: SavaşYayıncılık. 11. Baskı.
- Aren, Sadun. (2007). **100 Soruda Para ve Para Politikası**, Ankara: İmge Kitapevi Yayınları, 1. Baskı.
- Aslan, M. Hanifi. (2009). **Para Teorisi ve Politikası**, Bursa: Alfa Akademi. 1. Baskı.
- Günel, Mehmet (2006). **Para Banka ve Finansal Sistem**. Ankara: Yeni Dönem Yayınları.1.Baskı.
- Kaytancı, B. Gülümser (2005). **Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003)**, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Eskişehir.
- Kumar, Manmohan Singh ve diğerleri (2003). **"Definition: Determinants, Risks and Policies"**, IMF Occasional Paper, No. 221.
- Mankiw, N. Gregory (2009). **Principles of Economics**, Cengage Learning, Fifth Edition.
- Özatay, Fatih. (2011). **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Ankara: Efil Yayınevi, 2. Baskı.
- Parkin, Michael. (2008). **İktisat**, 9. baskıdan Çeviri, Akademi Yayıncılık-2011, Çev. Uzun, Özcan ve diğerleri.
- Shiratsuka, Shigenori (2000). **"Is There a Desirable Rate of Inflation? A Theoretical and Empirical Survey"**, IMES Discussion Paper No.2000-E-32.
- Ünsal, Erdal. (2010). **İktisada Giriş**, Ankara: İmaj Yayınevi, 2. Baskı.
- TCMB (2004). **Enflasyon**, Ankara
- TÜİK (2008). **Fiyat Endeksleri ve Enflasyon Sorularla Resmi İstatistikler Dizisi-3**, Yayın No: 3129, Ankara, 2008
- www.tcmb.gov.tr
- www.tuik.gov.tr