

# BEŞİNCİ BÖLÜM

## FAİZ TEORİLERİ

### GİRİŞ

Okuyucuların, özellikle öğrencilerin faizin anlamı, çeşitleri ve faiz teorileri konusunda kafaları oldukça karışık durumdadır. Bu sorunu gidermek (veya kafaları biraz daha karıştırmak) için faiz konusu, ayrı bir bölüm olarak ele alınmıştır.

Makroekonomik değişkenlerin çoğu ile ilişkisi bulunması ve özellikle mali piyasalar, para arz-talebi ve para politikasındaki rolleri nedeniyle, faiz konusu bu kitabın her bölümünde işlenmiştir. Ancak faizin tanımı, çeşitleri ve bir bütün olarak faiz teorileri konusundaki eksiklikleri gidermek amacıyla, beşinci bölüm faiz konusuna ayrılmıştır.

### 5.1 FAİZİN TANIMI VE TÜRLERİ

#### 5.1.1 Faizin Tanımı

Makroekonomik değişkenler arasında özel bir öneme sahip olan *faiz*, ödünç verilen paranın gelirdir. *Faiz*, üretim faktörlerinden sermayenin elde ettiği getiri, diğer bir ifadeyle paranın kullanım bedelidir. *Faiz*, kullanıma arz edilen sermayenin gelirdir. Ödünç verilen fonlara uygulanan ve piyasaların belirlediği kira bedelidir. *Piyasa faiz oranı*, belli bir zaman periyodu için ödünç verilen paranın fiyatıdır. Genellikle yılda yüzde ile ifade edilmektedir (Samuelson, 1992, s.739).

#### 5.1.2 Faiz Türleri

***Mevduat faizi:*** Bankaya yatırılan para için ödenen bedeldir.

***Kredi faizi:*** Bankadan alınan krediye ödenen bedeldir.

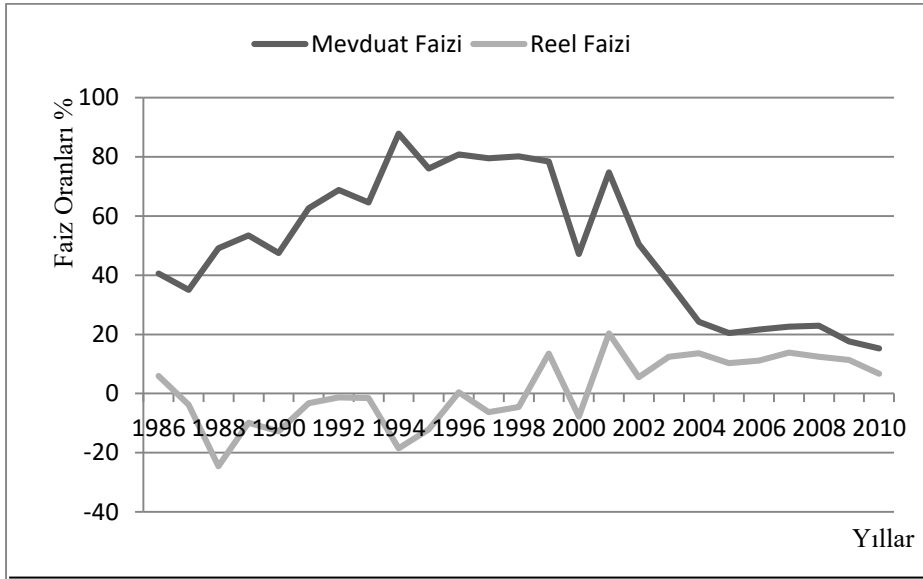
***Brüt faiz:*** Bankanın mevduat sahibine ödeyeceği, vergi ve diğer kesintiler (stopaj) yapılmamış faiz. Örneğin yıllık %9 gibi.

**Net Faiz:** Brüt faizden kaynakta kesilen gelir vergisi (stopaj) çıktıktan sonra kalan faiz oranıdır. Örneğin brüt faiz oranı yıllık %9 iken, gelir vergisi oranı %10 ise, bankaya 100 TL yatıran kişinin net faiz geliri şöyle hesaplanır:

$$\begin{aligned} \text{Net Faiz Geliri} &= \text{Brüt Faiz Geliri} - \text{Stopaj} \\ &= (100 \text{ TL} * 0,09) - [(100 \text{ TL} * 0,09) * 0,10] \\ &= 8,1 \text{ TL} \end{aligned}$$

Başka bir deyimle *net faiz oranı* %8,1'dir.

**Nominal faiz:** Bankaların verdiği faiz oranıdır. Diğer bir ifadeyle fiyat hareketlerinden arındırılmamış, piyasada beyan edilen faizdir.



Şekil 5.1.2 Türkiye’de Reel ve Nominal Faiz Oranları (%) İlişkisi

Kaynak: TCMB

**Reel faiz:** Fiyat hareketlerinden arındırılmış, satın alma gücü cinsinden ifade edilen faizdir. Nominal faiz oranını ( $i$ ), reel faiz oranını ( $r$ ) ve enflasyon oranını ( $\pi$ ) ile gösterirsek reel faiz oranı şöyledir:

$$(1+r) = \left( \frac{1+i}{1+\pi} \right) \quad \text{veya} \quad r = \left( \frac{1+i}{1+\pi} \right) - 1$$

Şayet  $r$ ,  $i$  ve  $\pi$  oranları nispeten küçük, sözgelimi %20'nin altında ise, reel faiz oranını şöyle ifade edebiliriz:

$$r = i - \pi$$

*Reel faiz oranı, nominal faiz oranı ile enflasyon oranı arasındaki farktır.* Bir bankaya %11 nominal faizle bir yıl vadeli para yatırıldığında, bir yıl sonra enflasyon oranı %8 düzeyinde gerçekleşmişse, reel faiz oranı %3 olacaktır. Bu, paranın satın alma gücünün %3 arttığı anlamına gelir.

Türkiye verilerine göre, her iki faiz arasındaki ilişki şekil 5.1.2'den kolayca izlenebilir.

**Fisher Etkisi:** Yukarıdaki denklemi nominal faiz oranına göre yeniden düzenleyelim:

$$i = r + \pi$$

Bu denklem, *Irving Fisher (1867-1947)*'in ardından *Fisher denklemi* olarak adlandırılmıştır. Buna göre nominal faiz oranı, reel faiz oranı ile enflasyon oranının doğru orantılı bir fonksiyonudur.

Miktar teorisi ve Fisher denklemi birlikte, parasal büyümenin nominal faiz oranını nasıl etkilediğini göstermektedir. *Miktar teorisine göre, parasal büyümedeki %1'lik bir artış enflasyon oranında %1'lik bir artışa neden olmaktadır. Fisher denklemine göre, enflasyon oranındaki %1'lik bir artış nominal faiz oranında %1'lik artışa neden olmaktadır.* Enflasyon oranı ile nominal faiz oranı arasındaki bire birlik bu ilişki, **Fisher etkisi** olarak adlandırılmaktadır (Mankiw, 2007, s.101).

**Sabit faiz:** Vade boyunca değişmeyen faizdir. Örneğin, 5 yıl vadeli ve %9 faizli 100 TL'lik tahvilin bütün faiz kuponları üzerindeki değer 9 TL'dir.

**Değişken faiz:** Ödünç verilen paranın faizi, ilk verilen ödünç miktarına oranla değişmektedir. Başka deyimle getirisi, ilk yatırıldığı sırada sabitlenmeksizin önceden belirlenen başka değişkenlere bağlanan kredilerdir.

Değişken faiz, gerçekleşen enflasyona veya LIBOR gibi uluslararası faiz oranlarının, örneğin geçmiş 3 aylık, ortalamasına endekslenebilmektedir. Faiz oranlarındaki belirsizliğin arttığı ve fiyat oluşumlarının güçleştiği

ortamlarda, hem krediyi veren hem de krediyi alarak yatırım yapan kişi ve kuruluşlar açısından riski daha düşüktür.

**Dönemsel faiz:** Bir mali yatırımın, fiilen elde tutulma süresince getireceği faizi ifade eder.

**Basit faiz:** Bir mali yatırımın, yatırım dönemi süresince sadece anaparasının kazandığı faiz oranıdır.

**Bileşik faiz:** Bir yatırımın, yatırım dönemi boyunca kazandığı faizin de yeni yatırım döneminde yatırıma tabi tutulması sonucu elde edilen getiriye gösteren faizdir. Diğer bir deyişle faizin de faiz kazanmasıdır.

**Birikmiş faiz:** Bir yatırımın, yatırım dönemi içerisinde, ödeme tarihine kadar üzerinde biriken faizdir. Örneğin, 6 ayda bir dönemsel %30 kupon ödemeli 100 TL'den ihraç edilen (çıkarılan) bir devlet tahvilini almak için, piyasa oranının değişmediği varsayımı ile 3 ay sonra ödenmesi gereken fiyat yaklaşık 115 TL'dir. Buradaki 15 TL, yatırımın üzerinde biriken faizi ifade etmektedir.

**Serbest faiz:** Serbest piyasa şartlarında fon arz ve talebine göre belirlen faizdir. Bu konu, ikinci bölümde kısmen incelenmişti.

**Kontrollü faiz:** Para otoritesinin (merkez bankası) faizi doğrudan kendisinin belirlemesidir. Bu otoritenin, mali araçların hangi tür mevduata ne oranda faiz ödeyeceklerini; hangi tür krediden ne oranda faiz alacaklarını otonom bir kararla saptayabilmesidir.

**Doğal Faiz:** İşletilen reel sermayeden elde edilen kâr oranıdır. Aşağıda işlenecektir.

**Piyasa faizi:** Para piyasasında, para arzı ve para talebinin karşılıklı etkileşimine göre belirlenen, mevduatlar ile diğer yatırımlar için ödenen faiz oranıdır.

**Libor faizi:** (London Interbank Offered Rate), Londra Bankalararası Para Piyasasında, kredibilitesi yüksek bankaların birbirlerine ABD Doları üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları faiz oranıdır. Londra saati ile 11:00'de sabitlenen bu oran, piyasalar tarafından referans faizi olarak kullanılmaktadır.

## 5.2 FAİZ TEORİLERİ

Faiz konusundaki öncü düşünceler faizin varlığı ve meşruluğu konusunda yoğunlaşırken, sonraki düşünceler faiz oranları konusunda yoğunlaşmıştır. Bu konuda Klasiklerden itibaren bütün iktisadi düşünce okullarının teorik yaklaşımları bulunmaktadır. Faiz oranını açıklamaya yönelik teorik görüşler şöyle sıralanabilir:

- Klasik Faiz Teorisi
- Neo-Klasik Faiz Teorisi: Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi
- Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi
- Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi
- Hicks-Hansen'in Neo-Keynesyen Sentezi
- Tobin'in Portföy Teorisi

### 5.2.1 Klasik Faiz Teorisi

Klasiklerin faiz konusundaki görüşleri, büyük ölçüde, Adam Smith'in görüşlerine dayanmaktadır. Adam Smith'e göre, faiz kârdan ayrı bir kavramdır: Faiz, tasarrufunu kendisi kullanmayan, başka birine ödünç veren kişinin elde ettiği gelirdir. Bu, borç alanın borç (ödünç) verene, parasını kullanma bedeli olarak ödediği bir karşılıktır. Başka deyimle faiz, türev gelirdir.

Klasiklerin yaşadıkları çağda, faiz teorileri bir yelpaze gibi dağılmıştır (Ergin, 1981, s.177): Bunların en önemlileri; *nemalandırma*, *sermaye verimliliği (prodüktivitesi)*, *emek*, *sermayenin marjinal verimliliği (prodüktivitesi)*, *kullanım ve perhizkârlık teorileri* şeklinde sıralanabilir. Bu teorilerin bir kısmının kökleri Klasikler öncesine inerken, bazıları da Klasik Okul dışındaki iktisatçılara aittir.

***Nemalandırma teorileri:*** Bu, en eski iktisadi faiz teorilerindedir. *Fizyokratlar ve Turgot* tarafından temsil edilmektedir. A.Smith'in *Milletlerin Zenginliği* kitabından birkaç yıl önce yayımlanmıştır. Fizyokratlar ve Turgot'a göre, ödünç verilebilir fonların faizle işletilmesi, en az rant kadar gelir getirmesine bağlıdır.

***Sermaye verimliliği (prodüktivitesi) teorileri:*** *D.Ricardo* ve *J.B.Say*, sermaye verimliliğinin ödünç verilebilir fonlar talebini ve faiz haddini belirlediğini ifade etmişlerdir. *J.B.Say*, faiz oranını likidite arz ve talebinin belirlediğini yazmış; o zamana kadar kullanılan *para faizi* terimi yerine *kapital faizi* veya sadece *faiz* denilmesini önermiştir. Faizi kapitalin üretimi saymıştır.

İşçinin emeği ile yarattığı değere ücret denildiği gibi, kapitalin üretime katılma payını da *faiz* terimi ile ifade etmek gerektiğini belirtmiştir.

**Emek teorileri:** Bu teorinin temsilcileri İngiltere’de *J.S.Mill* ve *J.R.McCulloch*, Fransa’da *C.Seneuil* ve *P.Cauwes*’dir. Emek teorileri açısından, faiz bir ücrettir. *Tasarruf emeğinin yahut tasarruf külfetinin bedelidir*. Sermaye oluşturma, sermaye plasmanı gibi hizmetlerin ücreti faizdir.

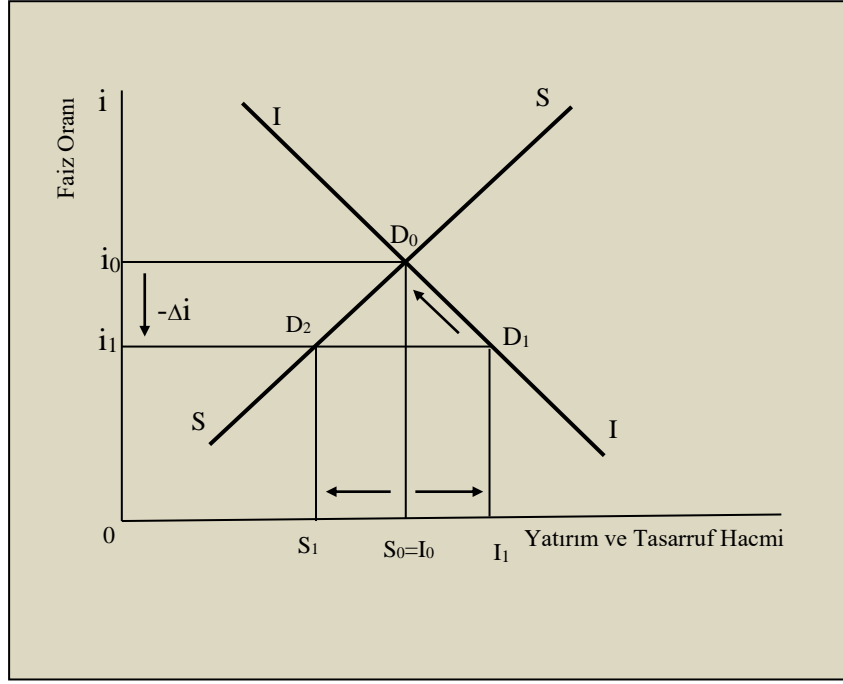
**Sermayenin marjinal verimliliği (prodüktivitesi) teorileri:** *J.H. von Thünen* ve *H.C.Carey*, sermaye verimliliği teorilerinde *J.B.Say*’dan sonraki aşamayı temsil etmektedirler. Daha sonra psikolojik ekolden *F. von Wieser* bu gruba katılmıştır. Sermaye verimliliği teorilerinin bu ikinci aşamasında ana fikir şudur: *Faiz, teknik sermaye verimliliğinin artmasıyla oluşan katma değerdir*. Sermaye, emek yerine ikame edilebilmektedir. İkame olayı, sermayenin de emek gibi değer ürettiğinin kanıtıdır. Faizi belirleyen majinal verimliliklerdir.

**Kullanım teorileri:** Temsilcileri *K.Menger* ve *F.B.W.von Hermann*’dır. Bu iktisatçılar, sermayenin maddesi (varlığı) ile kullanımını ayırmaktadırlar. Sermayeyi emrinde kullanan, bu olanağın bedelini ödemektedir. Ödediği bedel, sermaye arz ve talep şartlarına göre belirlenmektedir.

**Perhizkârlık teorileri:** Teorinin başlıca temsilcisi *N.Senior*’dur. Klasik iktisatçılardan *Senior*’un *faiz oranları konusundaki görüşü nispeten daha derli topludur: Sermayenin kaynağı tasarruftur. Tasarruf ise fedakârlıktır, özveridir*. Paranın hemen sağlayabileceği yarar ve zevkten vazgeçmektir. Paranın güncel tatmin fonksiyonundan vazgeçerek, ileride yapabileceği hizmeti sabırla beklemektir. Faiz, bu fedakârlığın karşılığı, bedeli veya fiyatıdır. *Senior*’a göre, *reel tasarruf arzı ile reel sermaye talebi karşılıklı birbirini etkileyerek denge faiz oranı düzeyini belirler. Bu durumu grafikte açıklayalım:*

Serbest piyasa veya tam rekabet şartlarında faiz oranları, Şekil 5.2.1’de görüldüğü gibi tasarruf arzı (S) ve yatırım talebine (I) göre belirlenir: Bu piyasada tasarruf arz edenlerle, yatırım talep edenlerin çıkarları farklıdır. Bu davranış, tasarruf arz (S) ve yatırım talep (I) fonksiyonlarının kesişmesine ( $D_0$  noktası) neden olur.  $D_0$  noktasında, tasarruf arzı yatırım talebine eşit ( $S=I$ ) olduğu gibi, arz edilen tasarruf miktarı da talep edilen yatırım miktarına eşittir ( $S_0=I_0$ ). Denge piyasa faiz oranı ( $i_0$ ) bu noktada belirlenir. *Diğer şartlar sabit iken,  $D_0$  denge noktası istikrarlıdır*. Şimdi bunu açıklayalım: Şayet piyasa faizi  $i_0$  düzeyinden  $i_1$  düzeyine düşürülürse, yatırım maliyeti düşeceği için talep

edilen yatırım miktarı  $I_1$  düzeyine yükselir. Eşanlı olarak faiz getirisinin düştüğünü gören tasarruf arz edenler, arz ettikleri tasarruf miktarını  $S_1$  düzeyine düşürürler. Bu durumda  $D_1D_2$  yani  $S_1I_1$  kadar yatırım talep fazlası ortaya çıkar.



Şekil 5.2.1 Klasik Faiz Oranları: Denge Faizi

$D_1$  ve  $D_2$  noktalarında denge söz konusu olamaz. Çünkü yeterli fonu yani krediyi bulamayan yatırımcılardan bazıları acil kredi ihtiyaçları için daha yüksek faiz ödemeye razı olurlar. Böylece  $D_1$  noktası  $D_0$  denge noktasına doğru hareket eder. Diğer yatırımcılar da benzer davranışı göstereceğinden, yatırım talep edenler arasındaki rekabet  $D_0$  denge noktasına kadar devam eder ve orada durur. Kısacası görünmez el (invisible hand) adı verilen (bu örnekte tasarruflar arası) rekabet, tasarruf arz-talep dengesinin yeniden kurulmasını sağlar.

Sonuç itibarıyla, Klasiklere göre faiz oranı reel bir değişkendir ve denge faiz düzeyini belirleyen faktörler tasarruf arzı ve yatırım talebidir. Faiz, tasarruf arzının fiyatı olarak düşünülmektedir. Tasarruf arzı, faiz oranı ile aynı orantılı (pozitif) ilişkide iken, yatırım talebi, faiz oranı ile ters orantılı (negatif) ilişkidir.

### 5.2.2 Neo-Klasik Faiz Teorisi: Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

*Neo-Klasik iktisatçılar faiz oranlarını incelerken, reel öğelerle birlikte parasal öğelere de yer vermişlerdir. Neo-Klasik faiz oranları teorisi, bir bakıma ödünç verilebilir fonlar teorisi olarak da adlandırılabilir.*

#### **Ödünç Verilebilir Fon Arzı**

*Ödünç veren açısından faiz, ödünç verilmiş paranın geliridir. Ödünç verilebilir fon arz kaynakları şunlardır:*

- Merkez bankası ve banka sisteminin yarattığı satın alma gücü,
- Halkın tasarrufları,
- Çözülen gömüleme yani mevduata dönüştürülen para,
- Firmaların kullanmayıp, kısa vadeli borç olarak verdiği likit fonlar,
- Tasfiye edilen yatırımlardan oluşup, faiz getirici alanlara yatırılan fonlar.

#### **Ödünç Verilebilir Fon Talebi**

*Ödünç alan açısından faiz, ödünç alınmış paranın kirasıdır. Ödünç verilebilir fon talep eden ekonomik birimler şunlardır:*

- Mali açığı kapatmak için fon talep eden kamu kesimi,
- Tüketimin finansmanı için fon talep eden tüketiciler,
- Yatırım ve işletme kredisi alan firmalar,
- Konut kredisi talep edenler,
- Borsalarda spekülasyonun finansmanı için fon talep eden spekülatörler.

Bu teorinin geliştirilmesine *Fisher* büyük katkı yapmış; *reel faizin* oluşumunda, iki temel faktörün etkinliğinden söz etmiştir:

- **Zaman Tercih (Subjektif):** Piyasa faiz oranı kişilerin tüketimde zaman tercihini belirler. Yüksek faiz oranları, ileride daha fazla tüketim fırsatı sağlayacağı için cari dönem tüketimini frenler ve tasarrufları artırır. Bu nedenle faiz oranı ile tasarruf doğru orantılıdır:

$$S = f(i) \quad dS / di > 0$$

- **Verimlilik (Objektif):** Girişimciler, yaptıkları harcamalar üzerinden getiri sağladıkça, verimli yatırım yapmış olacaklar ve verimlilik arttıkça da yatırım projelerini ve fon taleplerini artıracaklardır. Bu

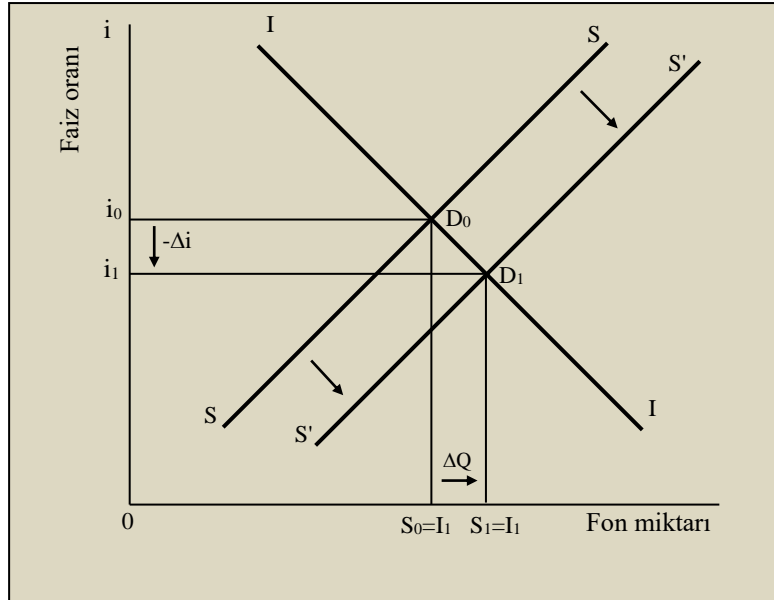


durumda  $\text{getiri} > \text{maliyet}$  (yani faiz) olacağından faiz oranı ile yatırımlar ters orantılıdır:

$$I = f(i) \quad dI / di < 0$$

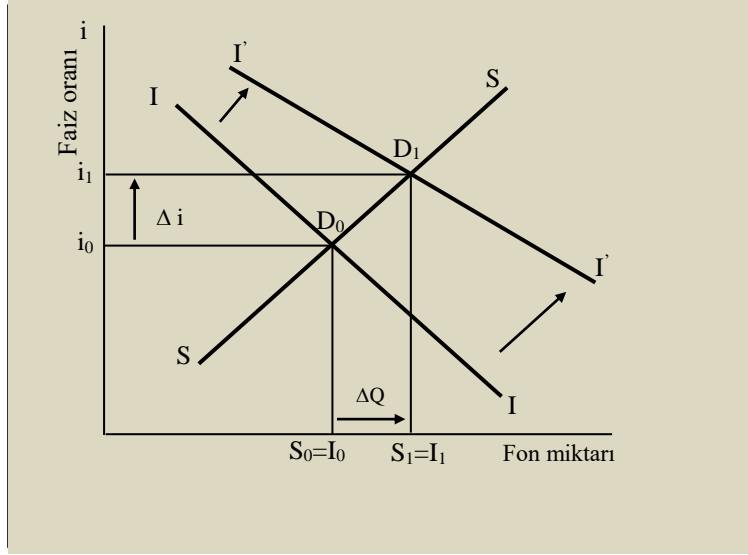
Şekil 5.2.1'de yer alan  $i_0$  denge faiz oranı, uzun dönem faiz oranıdır. Çünkü kısa dönemde fon arz ve talebi uyumsuzdur.  $i_0$  faiz oranı, reel faiz olarak da adlandırılır. Çünkü ödünç verilebilir fonlar teorisinde faiz, tamamen tüketim ve yatırım gibi reel büyüklükler yoluyla belirlenir. Ekonomideki para miktarı gibi parasal büyüklükler etkili değildir. Ödünç verilebilir fonlar teorisi çerçevesinde, denge faiz oranını etkileyen öğeler şunlardır:

**1. Fon arzı:** Servet ve gelir düzeyi, fiyat beklentileri, faiz beklentileri ve vergi politikaları fon arzını etkiler: Şayet ekonomik gelişme sonucu kişilerin servet ve geliri yükselir ve tasarruf eğilimi artarsa, fiyatlarda ve faizlerde yükselme beklentisi varsa, tasarrufları teşvik eden vergi politikaları uygulanıyorsa, fon arz eğrisi sağa kayar. Eğer fon talep eğrisinde bir değişme yoksa piyasa faiz oranı düşer. Aksi halde, fon arz eğrisi sola kayacağı için faiz oranı yükselir. Birinci durumu aşağıdaki grafikte gösterebiliriz: Daha önce (ikinci bölüm) Şekil 2.1.c'de fon arzında değişme konusunu işlerken benzer bir analiz yapmıştık. Aynı grafiği I ve S'ye göre yeniden ele alalım:



Şekil 5.2.2.a Fon Arz-Talep Dengesi: Fon Arzında Artış

**2. Fon talebi:** yatırımların kârlılığındaki değişmeler, fiyatlara ilişkin beklentiler, kamu harcamalarındaki değişmeler, öz finansman olanaklarındaki değişmeler tarafından etkilenir: Yatırımların kârlılığındaki artış, enflasyon beklentileri, kamu harcamalarındaki artış yani ekonomik canlanma ve öz finansman kaynaklarının daralması halinde *fon talep eğrisi sağa kayar*. Eğer fon arz eğrisinde bir değişme yoksa piyasa faiz oranı yükselir. Aksi durumda ise, fon talep eğrisi sola kayar ve faiz oranı düşer. Şekil 2.1.c’de fon talebindeki değişme konusu işlenmişti. Aynı grafik, yine I ve S’ye göre yeniden aşağıda, (Şekil 5.2.2.b’de) düzenlenmiştir. I’nın paralel kaymamasının nedeni, fon talebini etkileyen değişkenlerin önemli bir kısmının otonom olmayışdır.



Şekil 5.2.2.b Fon Arz-Talep Dengesi: Fon Talebindeki Değişme

### 5.2.3 Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

*Knut Wicksell (1851-1926)*, Klasik iktisatçıların reel faiz teorisine parasal öğeler katmıştır. *Ekonomi bilimine doğal faiz kavramını kazandırmıştır. Faiz oranlarını doğal faiz ve piyasa faizi (parasal faiz) oranı şeklinde ikiye ayırmıştır. Tasarruf, doğal faizin doğru orantılı fonksiyonudur. Yatırımlar ise, piyasa faizinin ters orantılı bir fonksiyonudur.*

**Piyasa faizi**, kredi alanların ödedikleri faizdir. Başka deyimle bankaların kredi üzerinden talep ettikleri faiz oranı, yani ödünç verilen fonlara uygulanan faizdir. Bu, üretim ve tasarruf gibi reel etkenlerden çok, parasal etkenlere bağlı olarak değişmektedir. Merkez bankası ve mevduat bankaları piyasa faizini ayarlayan mali kurumlardır.

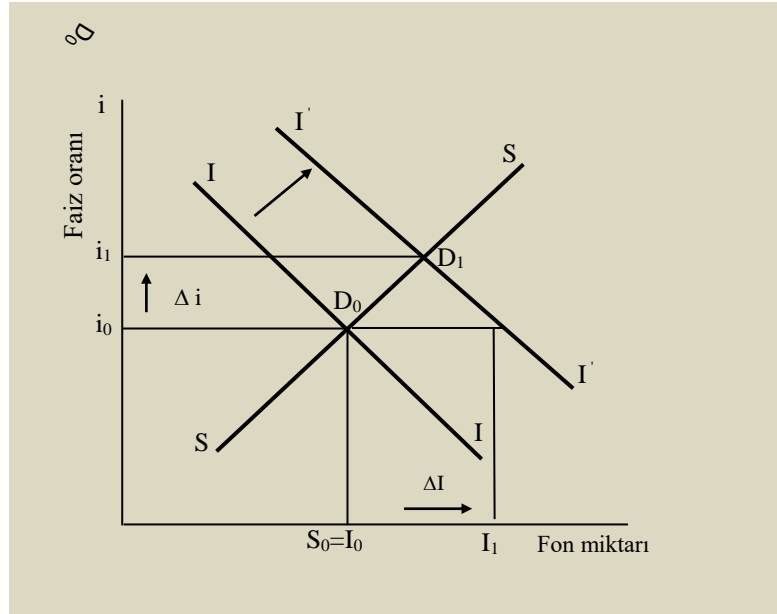
**Doğal faiz**, sermaye piyasasında kredi talebi ile tasarruf arzı eşit olduğunda oluşacak faizdir. Doğal faiz sabit değildir, değişebilir. Doğal faiz tasarruf eğilimini belirler: Şayet tasarruf sahibi parasal birikimini doğal faiz düzeyinde kâr sağlayacak yatırımlarda işletebilirse, bu faizin yükselmesi tasarrufun artmasını sağlayabilir.

**Wicksell**, fiyat, para akımı ve faiz ilişkilerini birlikte incelemiştir. Wicksell'e göre, doğal faiz ile piyasa faizi arasındaki uyumsuzluklar dengeyi (istikrarı) bozmaktadır:

*Doğal faiz oranı = Piyasa faiz oranı* ise, fiyatlar değişmez.

*Doğal faiz oranı > Piyasa faiz oranı* ise, enflasyonist baskı doğurur.

Wicksell, doğal faiz=piyasa faizi eşitliğinin bozulması halinde ekonominin nasıl bir enflasyon veya deflasyon baskısı altına düşebileceğini açıklamıştır. Wicksell'in analizi Şekil 5.2.3.a yardımıyla daha iyi anlaşılabilir.



Şekil 5.2.3.a Wicksell'in Modeli: Ödünç Verilebilir Fon Arz Talep Dengesi ve Fon Talebinde Değişme

Bu grafikte, yatay eksen tasarruf (S) ve yatırım (I) miktarı; dikey eksen faiz oranları yer almaktadır. Grafiklerden (S) tasarruf arz eğrisi ve (I) ödünç verilebilir fonlar talebidir.  $D_0$  noktasında tasarruf ve yatırım birbirine eşit ve denge faizi ( $i_0$ )'dir. Bu durumda doğal faiz ve piyasa faizi birbirine eşittir ( $i_0$ ).

Teknolojik yenilikler, ticaret hadlerinin yükselmesi veya başka bir nedenlerle fon talep eğrisi (I)'nin sağa kayarak I' durumunu aldığı kabul edelim. Denge  $D_1$  noktasına göre yeni faiz oranı  $i_1$ 'dir. Bu da  $i_0$ 'ın üstünde bir faizdir. I eğrisinin sağa kayarak I' durumuna gelmesi sonucu, doğal faiz  $i_0$ 'dan  $i_1$  düzeyine yükselmiştir.

Doğal faizin  $i_0$ 'dan  $i_1$  düzeyine yükselmesine bankacılık sistemi derhal ayak uyduramaz. *Doğal faiz=piyasa faizi eşitliğinin bozulduğunu bankalar fark edemeyebilirler.* Veya onları yeniden ayarlama olanağı bulamayabilirler. Doğal faiz  $i_1$  düzeyine yükseldiği halde, bankacılık sisteminin  $i_0$  faizini uygulamaya devam etmesi kredi hacminin genişlemesine yol açar; kredi (fon) talebi  $I_1$  düzeyine çıkar. *Para arzının genişlemesiyle, fiyatlar yükselir bu da enflasyona yol açar.* Acaba enflasyon ne kadar sürer, fiyatlar hangi düzeye kadar yükselir?

Dengeye geçebilmek için fiyat yükselişinin, yani enflasyonun ( $\Delta P$ ) para arzı genişlemesiyle ( $\Delta M$ ) aynı oranda olması gerekir. Yani;

$\Delta P = \Delta M$  ise denge kurulur.

$\Delta P < \Delta M$  ise piyasada atıl bir fon birikintisi (AFB) oluşur.

AFB → Faiz oranını düşürür. Oysa *dengenin yeniden kurulması faiz oranının yükselmesine bağlıdır.*

AFB → Doğal faiz-piyasa faizi farkını daha da genişletir. Bu nedenle enflasyon devam eder.

$\Delta P \rightarrow$  Ücretleri yükselecektir ( $\Delta W$ ). Ekonomide tam istihdam varsayılmaktadır.

$\Delta P > \Delta W$  Durumu yatırımları canlandırır. Ancak tam istihdam düzeyinde ücretler fiyatlar düzeyine ulaşır.

$\Delta P = \Delta W$  ise, tüketicinin satın alma gücü artar ve enflasyon, doğal faiz-piyasa faizi uyumsuzluğu giderilinceye kadar sürer.

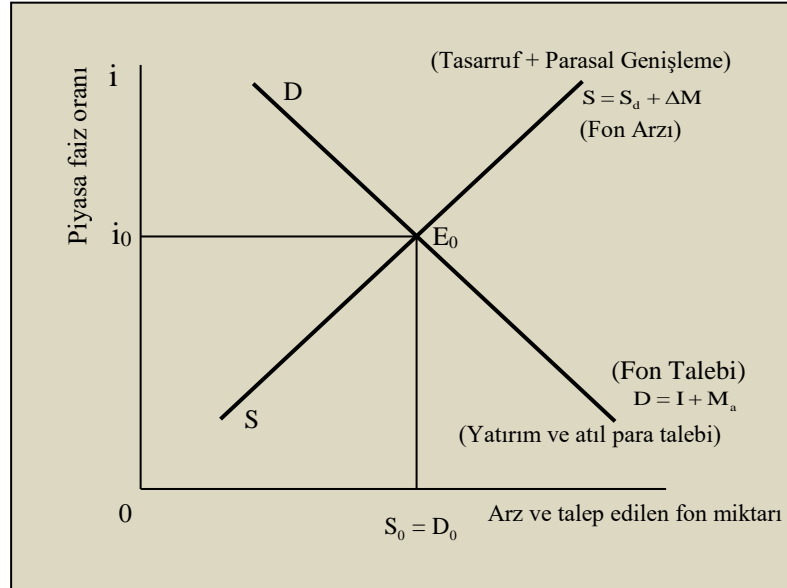
Deflasyon durumunda, bu mekanizma tersine çalışır. Çünkü bu kez, çeşitli nedenlerle (I) eğrisi sola veya (S) eğrisi sağ tarafa kayar. Dolayısı ile doğal faiz piyasa faizinin altına düşer.

Wicksell'in çalışmalarına **Denis H.Robertson**, **Bertil Ohlin** ve **Gunnar Myrdal** gibi iktisatçılar katkıda bulunmuşlardır: *Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi*, para stokunu değil, akımını dikkate almaktadır. Bu teoriye göre;

- Ödünç verilebilir fonlar arzı (S)*, tasarruf ( $S_d$ ) ve para stoku değişikliği yani parasal genişleme ( $\Delta M$ ) toplamına eşittir.
- Ödünç verilebilir fonlar talebi (D)*, yatırım talebi (I) ve atıl tutulan fonlar net talebi yani atıl para talebi ( $M_a$ ) toplamına eşittir.
- Ödünç verilebilir fonlar arz ve talebi eşitliği* şöyle yazılabilir:

$$S_d + \Delta M = M_a + I$$

*Piyasa (parasal) faiz oranı*, fon arz ve talebini eşitleyen denge faiz oranıdır. Bunu aşağıdaki grafikte ifade edebiliriz:



Şekil 5.2.3.b Ödünç Verilebilir Fon Arz Talep Dengesi: Piyasa Faiz Oranının Belirlenmesi

Fisher gibi Klasikler, parayı sadece ödeme aracı olarak kabul etmişler ve paranın ekonomik faaliyet üzerindeki etkisi olmadığını savunmuşlardır. Halbuki Wicksell, bu görüşü terk ederek daha sonra Keynes'in para talebinde yer alacak bazı öğelere yer vermiştir.

Frederich Mishkin'e göre, enflasyonist beklentilerin faiz üzerindeki etkilerini Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi iyi yansıtır. Buna karşılık, gelirdeki değişme, fiyatlar genel düzeyi ve para arzındaki değişmelerin faize etkileri Likidite Tercihi Teorisi ile daha iyi izlenebilir.

### 5.2.4 Keynes'in Faiz Teorisi: Likidite Tercihi Teorisi

Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi, para talebi teorilerini incelerken ayrıntılı biçimde ortaya konulmuştu (Bakınız: 4.3.1 numaralı alt bölüm). Burada tekrar ayrıntıya girilmeyecek, faiz konusuna vurgu ve bu alt bölüme göndermeler yapılacaktır.

Keynes, "*The General Theory of Employment, Interest and Money*" isimli kitabında, *kısa dönemde faiz oranlarının nasıl belirleneceğine ilişkin görüşlerini açıklamıştır*. Bu, *Likidite Tercihi Teorisi* olarak adlandırılmıştır. Çünkü faiz oranının, ekonomideki en likit öge olan paraya yönelik arz ve talebi dengelemek üzere ayarlandığını öne sürmektedir (Mankiw, 2007, s.329).

*Likidite tercihi teorisi sabit bir reel para arzı varsaymaktadır:*

$$(M/P)_S = \bar{M} / \bar{P}$$

Bu varsayım reel para arzının sabit olduğu ve faiz oranına bağlı olmadığı anlamına gelmektedir. Şekil 5.2.4.a'da görüldüğü gibi, reel para arzı faiz eksenine paralel, yani para arzının faiz esnekliği sıfırdır.

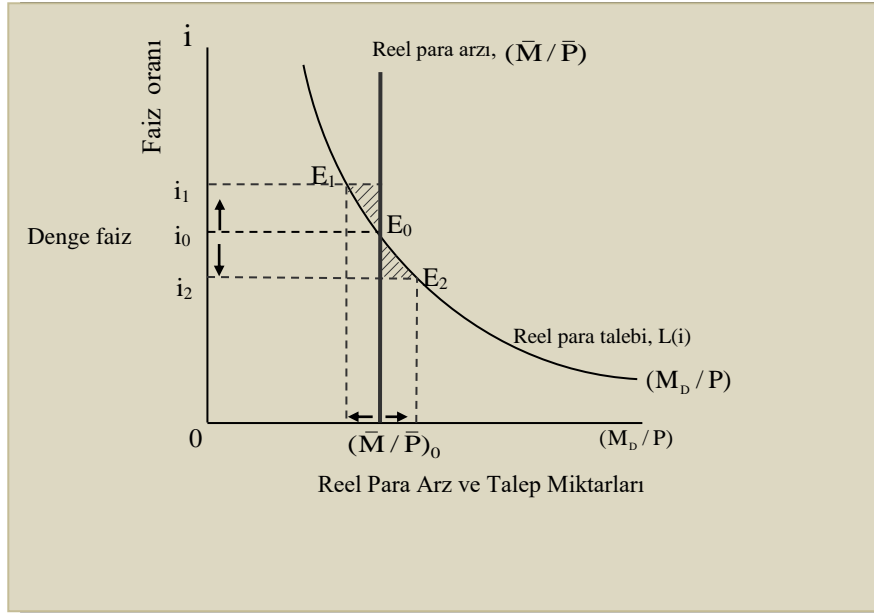
*Reel para talebinin karakteri arzdan farklıdır:* Likidite tercihi teorisine göre faiz oranı, halkın elinde tutacağı para miktarını belirleyen etkenlerden biridir. Çünkü faiz oranı, parayı elde tutmanın fırsat maliyetidir. Faiz oranı yükseldiğinde, bireyler paralarının daha az kısmını ellerinde para olarak tutmak isteyeceklerdir. O zaman reel para talebini şöyle yazabiliriz:

$$(M/P)_D = L(i)$$

Daha önce (4.3.1 numaralı alt bölümde) açıkladığımız gibi, spekülasyon güdüsü ile para talebi piyasa faiz oranının ters orantılı

fonksiyonudur ve toplam para talebinin karakteristiğini belirler. Şekil 5.2.4.a'da görüldüğü gibi, faiz oranları yükseldiğinde reel para talebi miktarı düşecektir.

Likidite tercihi teorisine göre, reel para arz ve talebi piyasa faiz oranlarını belirlemektedir. Başka deyimle, para piyasası dengeye gelecek şekilde faiz oranı belirlenecektir. Denge faiz oranı, reel para arz ve talep miktarını eşitlemektedir. Faiz oranının bu denge noktasına nasıl ulaştığını, daha önce *nominal değişkenlerle çalışarak* Şekil 4.3.1.d'deki toplam para talebi fonksiyonunu elde etmiştik. Şimdi aynı konuyu bir de reel değişkenlerle, Şekil 5.2.4.a yardımıyla ele alalım. Reel para arz ve talebinin kesiştiği  $E_0$  denge noktasıdır. Şekildeki  $(i_0)$ , denge faiz oranıdır. Şimdi buna nasıl ulaşıldığını açıklayalım:

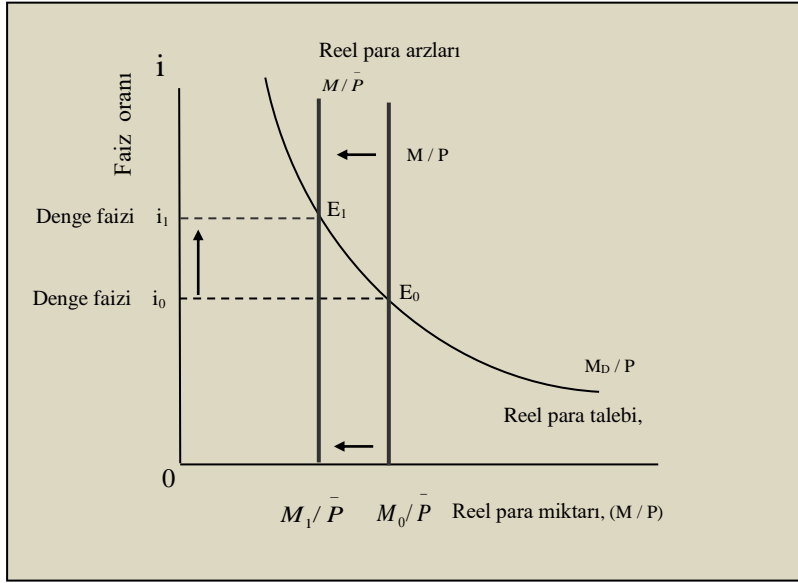


Şekil 5.2.4.a Reel Para Arz ve Talep Dengesi

Para piyasası dengede olmadığı zaman, insanlar varlık portföylerini ayarlamaya çalışırlar. Reel para arz ve talebi  $E_0$  noktasında kesişip denge faizini  $(i_0)$  belirlediği halde, faiz oranı  $(i_1)$  düzeyine çıkarsa, arz edilen reel para miktarı para talebi miktarını aşar. Bu durumda bireyler atıl paralarını banka hesaplarına ve tahvillere dönüştürmeye çalışırlar. Ancak, para bolluğu nedeniyle, düşük faiz ödemeyi tercih eden bankalar ve tahvil sahipleri fazla paraya düşük faiz

ödeyeceklerdir. Tersine, faiz oranlarının ( $i_2$ ) düzeyine düşmesi halinde, reel para talebi miktarı reel para arzı miktarını aşacaktır. Bireyler, ellerindeki senetleri satarak veya bankalardaki paralarını çekerek ellerinde tutacakları âtil paralarını artırmak isteyeceklerdir. Piyasadaki parayı çekmek isteyen bankalar ve tahvil sahipleri faiz oranlarını yükselteceklerdir. Sonuç olarak, faiz oranları yeniden dengeye ( $i_0$ ) ulaşacaktır. Bu denge durumu, bireylerin ellerindeki parasal olan ve olmayan varlıklar portföyünden memnun olduğunu göstermektedir.

**Parasal dengedeki değişme:** Merkez bankası sıkı para politikası uygulamak isterse, nominal para arzını (M) azaltır. Fiyat düzeyi sabit iken M/P oranı düşer ve reel para arz eğrisi, Şekil 5.2.4.b’de görüldüğü gibi sola kayar ve denge faiz oranı ( $i_1$ ) düzeyine yükselir. Yüksek faiz oranı, bireylerin daha küçük miktarlarda reel para tutmalarını sağlar. Merkez bankasının para arzını artırması halinde bunun tersi olacaktır.



Şekil 5.2.4.b Reel Para Arzında Düşüş

*Sonuç itibarıyla, likidite tercihi teorisine göre, para arzındaki düşüş faiz oranını yükseltir; para arzındaki artış ise, faiz oranını düşürür.* Likidite tercihi teorisine ilişkin diğer ayrıntılar, para talebi konusunun işlendiği dördüncü bölümde, 4.3.1 numaralı alt bölümde açıklanmıştır. Tekrarlamamak için oradaki analizler, grafikler ve yorumlar yeniden sunulmamıştır.



### 5.2.5 Hicks ve Hansen'in Neo-Keynesyen Sentezi: IS-LM Modeli

Keynes, “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” adlı ünlü kitabıyla ekonomide bir devrim yaratmıştır. Keynes, Klasik teoride öne sürülen tasarruf ve yatırıma göre faiz oranının belirlenmesi konusunda bir belirsizlik olduğunu iddia etmiştir. O’na göre, tasarruf ve yatırım gelir seviyesine, gelir ise yatırım düzeyine bağlıdır. Yatırım da faizin ters orantılı fonksiyonudur. Ödünç verilebilir fonlar teorisi de faiz oranlarının oluşmasında belirsizlikler içermektedir.

Keynes’in belirsiz olmakla suçladığı ortodoks faiz teorisine karşı, kendi teorisine de aynı eleştiri *Sir John Hicks ve Alvin Hansen* tarafından yapılmıştır. Bunlar, Klasik Okul ile Keynes sisteminin bir sentezini ortaya koymuşlar ve IS-LM analizini geliştirmişlerdir.

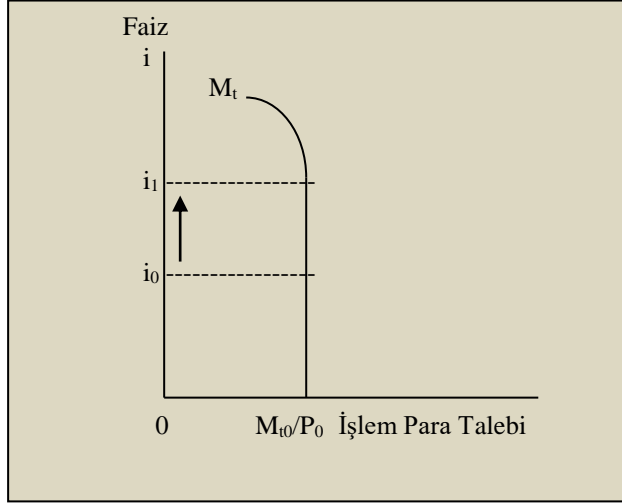
*Hicks ve Hansen’in temel çıkış noktası şöyle özetlenebilir: Her gelir seviyesi için farklı bir likidite tercihi eğrisi vardır. Her ne kadar spekülasyon güdüsü ile talep edilen parayı gösteren likidite tercihi eğrisi gelir seviyesinin fonksiyonu değilse de, işlem ve ihtiyat güdüsü ile talep edilen para miktarını bilmek için gelir seviyesini bilmek gerekir. Çünkü bunlar gelir seviyesinin fonksiyonudur. Ancak bu haldedir ki, para stoku veri iken, spekülasyon güdüsü ile para miktarını bilmek mümkündür. Bu nedenle, Keynes’in Likidite Tercihi (faiz) Teorisi de, Klasik (ortodoks) faiz teorisi gibi, faiz oranlarının belirlenmesi konusunda belirsizlikler içermektedir. İşte IS-LM analizi, bu eksiklikleri gidermek için ortaya konmuştur.*

**IS-LM modeli**, Hicks tarafından 1937 yılında geliştirilmiştir. Bu model Keynes’in analizlerine dayanmaktadır. IS-LM modelinin amacı, bir ekonomide fiyat düzeyi sabit iken (kısa dönem), faiz oranları ve ekonomide gerçekleştirilen toplam üretimin (reel gelirin) nasıl belirlendiğini açıklar.

*Hansen, işlem güdüsü ile para talebinin belirli bir noktaya kadar faize duyarlık göstermeyeceğini, ancak faiz oranları yükselirken duyarlık eşiğini aşabileceğini açıklamıştır. Hâlbuki Keynes, işlem güdüsü ile para talebinin gelire bağlı olduğunu ve faize çok duyarlı olmadığını düşünmüştü. Hansen’in analizini kısaca özetleyelim (Ergin, 1981, s.272):*

Hansen’in analizi statiktir. Analiz sırasında fiyatlar  $P_0$  düzeyinde iken, işlem güdüsü ile para talebi  $M_{t0}$  dır.  $(M_{t0}/P_0)$  oranı sabit kaldığı sürece, işlem güdüsü ile para talebi faize karşı duyarlı değildir (Şekil 5.2.5). Yani faiz

esnekliği sıfırdır. Ancak faiz oranı aşırı yükselirse, işlem para talebi ( $M_t$ ) negatif değer alır, sola kıvrılır ve işlem güdüsü ile para talebi daralır.



Şekil 5.2.5.a İşlem Para Talebinin Faize Duyarlılığı

İşlem para talebinin faize duyarlılığı *sermayenin marjinal etkinliğine (MEC) bağlıdır*. MEC, faiz maliyetini karşıladığı sürece faiz oranlarındaki yükselme işlem para talebini daraltmaz. Aksi halde şekildeki gibi sola kıvrılacaktır.

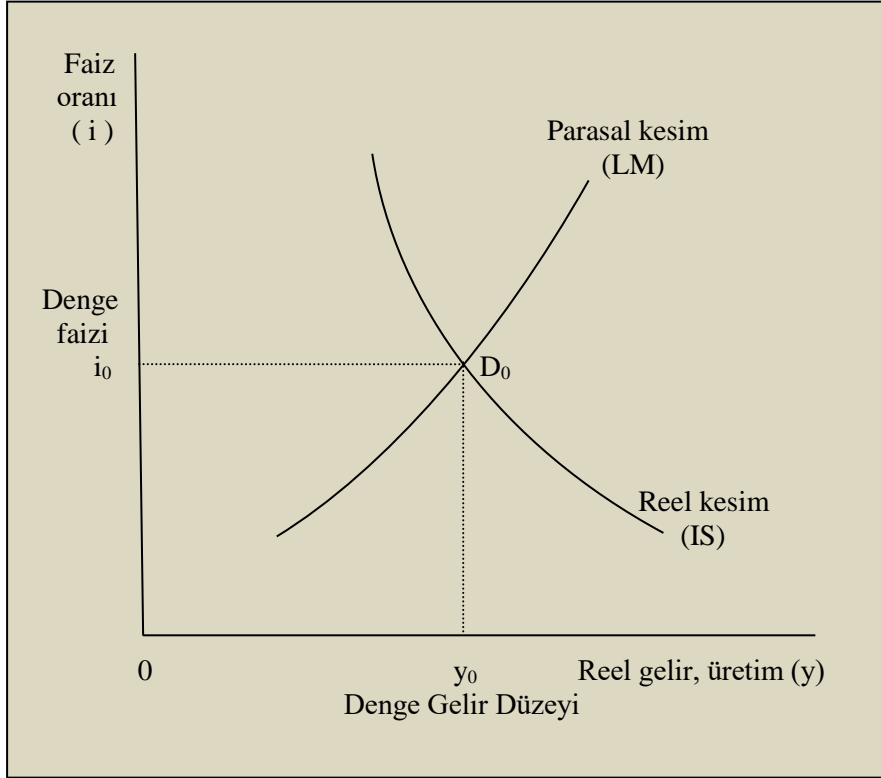
Şimdi *Hicks'in IS-LM modeline dönelim*. Daha ileride, yedinci bölümde parafiskal politika konusunu işlerken göreceğimiz gibi, ekonomi *reel* ve *parasal* olmak üzere iki kesimlidir (Bakınız: Şekil 7.1). Bunlar yatırım (I) ve tasarruf (S) değişkenlerini gösteren (IS), *reel kesim*; likidite (L) ve para (M) değişkenlerini gösteren (LM) *parasal (mali) kesimdir*. *IS eğrisi* reel kesimde, yani mal ve hizmet piyasasında neler yaşandığını; *LM eğrisi* ise parasal kesimde para arz ve talebinin nasıl geliştiğini gösterir.

*Faiz oranı*, reel kesimde yatırım, parasal kesimde ise para talebini etkilediği için IS ve LM eğrilerini birleştirmektedir. IS-LM modeli, ekonomik tahminler yanında merkez bankasının uyguladığı para politikası ile hükümet tarafından uygulanan maliye politikalarının ekonomik faaliyetleri nasıl etkilediğini daha iyi anlamamızı sağladığı için önemli bir modeldir. Modelin bu yönünü ileride, yedinci bölümde örnekleriyle açıklayacağız. IS-LM modeli, değişik yönleriyle ve biraz ayrıntılı biçimde makroekonomi derslerinde

görüldüğü için, burada IS-LM eğrilerinin elde edilmesini yeniden açıklamaya gerek duyulmamıştır. Sadece reel ve parasal kesimde birlikte denge (IS=LM) durumuna göre denge faiz oranının nasıl belirlendiğini kısaca hatırlayalım:

### Reel ve Parasal Kesimde Birlikte Denge: IS-LM Modeli

IS-LM modeli, reel ve parasal kesimde, başka deyimle mal ve varlık piyasalarında birlikte dengenin kurulmasını sağlamaktadır. Şekil 5.2.5.b'den izleneceği gibi, LM ve IS eğrilerinin kesiştiği  $D_0$  noktasında eşanlı olarak hem reel hem de parasal kesim dengesi oluşmaktadır. Dışsal değişkenler özellikle reel para arzı ve maliye politikası veri iken, denge faiz oranı  $i_0$  ve denge gelir düzeyi ise  $y_0$ 'dır.



Şekil 5.2.5.b Ekonominin Genel Dengesi

Burada fiyat düzeyini veri ( $\bar{P}$ ) kabul ettiğimiz için, hem mal hem de para piyasaları dengede olduğundan  $D_0$  noktasında ekonomi dengededir. Nitekim IS

eğrisi üzerinde mal talebi üretim düzeyine eşittir. Öte yandan, LM eğrisi üzerinde para talebi para arzına eşittir. Bu modelin iki temel denklemini hatırlayalım:

$$y = C(y - T) + I(i) + G \quad (\text{IS Denklemi})$$

$$M / P = ky - hi \quad (\text{LM Denklemi})$$

**IS denkleminin kısa açıklaması:** Cari harcama ( $y$ ), hane halklarının firmaların ve devletin mal ve hizmet satın almak için yaptıkları harcama miktarı olup, ekonominin gayri safi yurtiçi hasılasına ( $y$ ) eşittir. Planlanan harcama ( $AE$ ), hane halklarının, firmaların ve devletin mal ve hizmet satın almak için harcamak isteyeceği miktardır.

Ekonominin kapalı ve dolayısı ile net ihracatın ( $NX = X - M$ ) sıfır olduğu varsayımına göre; planlanan toplam harcama ( $AE$ ), tüketim ( $C$ ), planlanan yatırım ( $I$ ) ve hükümet harcamalarının ( $G$ ) toplamına eşit olacaktır:

$$AE = C + I + G$$

Tüketim, harcanabilir gelirin ( $y - T$ ) doğru orantılı bir fonksiyonu yani  $C = C(y - T)$ 'dir. Burada  $y$ , gelir ve  $T$ , vergidir. Planlan yatırım faiz oranları ile ters orantılı (negatif yönlü) etkileşmektedir:  $I = I(i)$ , hükümet harcamaları ( $G$ ) otonomdur.  $AE$ 'yi yeniden yazabiliriz:

$$AE = C(y - T) + I(i) + G$$

Cari harcamanın planlanan harcamaya eşit olması durumunda ekonominin reel kesiminin dengede bulunduğu varsayılmaktadır:

$$\text{Cari harcama} = \text{Planlanan harcama}$$

$$y = AE$$

$$y = C(y - T) + I(i) + G$$

Bunlardan hareketle planlanan yatırımı şöyle ifade edebiliriz:

$$I(i) = y - C(y - T) - G$$

Denklemin sağ yanı, ödünç verilebilir fon arzının gelir ve maliye politikasına; sol yanı ise, ödünç verilebilir fon talebinin faiz oranına bağlı

olduğunu ifade etmektedir. Başka deyimle, *faiz oranı fonlara yönelik arz ve talebi dengelemeyi sağlamaktadır.*

**LM denkleminin kısa açıklaması:** Bilindiği gibi, *LM eğrisi para piyasasındaki denge şartını sağlayan gelir düzeyi ve faiz oranı bileşenlerini ifade etmektedir.* Para piyasası dengede iken, para arzı para talebine eşittir. Nominal para arzına  $M_s$ , fiyat düzeyine  $P$  ve reel para arzına  $M_s / P$ , reel para talebine  $M/P$  dersek, denge durumunda,

$$(M_s / P) = M / P$$

$$M / P = ky - hi$$

yazılabilir. Denklem ne anlama geldiğini anlamak için, denklemden faiz oranını hesaplayalım:

$$i = (k / h)Y - (1 / h)M / P$$

Bu denklem, reel gelir ve reel para talebinin herhangi bir değeri üzerinden para piyasasını dengeye getiren faiz oranını vermektedir. LM eğrisi,  $(M/P)$ 'nin herhangi bir sabit değerine göre bu denklemi  $(y)$  ve  $(i)$ 'nin değişik değerleri için grafiklemektedir.

Modelde maliye politikası değişkenleri  $G$  ve  $T$ , para politikası değişkeni  $M$  ve fiyat düzeyi  $P$  dışsal değişkenler kabul edilmiştir. Bu nedenle IS eğrisi, mal piyasasını temsil eden denkleme uygun biçimde  $i$  ve  $y$  bileşimlerini gerçekleştirir. LM eğrisi ise para piyasasını temsil eden denkleme uygun biçimde  $i$  ve  $y$  bileşimlerini gerçekleştirir.  $D_0$  noktasında cari, yani fiili harcamalar planlanan harcamalara eşit olduğu gibi, para arzı da para talebine eşittir.

IS-LM modeli bu basit şekliyle, iktisadi faaliyetlerin kısa dönem dalgalanmalarını analiz etmektedir. Uygulanan maliye politikası nedeniyle IS eğrisindeki, para politikası nedeniyle LM eğrisindeki kaymalar denge reel gelir ve denge faiz oranlarını değiştirir. Bu konu yedinci bölümde işleneceği için, burada dengedeki değişmeler konusuna girilmeyecektir.

### 5.2.6 Tobin'in Portföy Teorisi

*Paranın içerdiği değerleri vurgulayan teorilere portföy teorileri denir* (Mankiw, 2007, s.581). Bunlara göre, insanlar varlık portföylerinin bir parçası olarak ellerinde para tutarlar. Burada vurgulama yapılacak nokta şudur: Para, diğer varlıklara göre farklı risk ve kazanç bileşimine sahiptir.

Keynes'in analizi, hiç kimsenin fiilen eş anlı olarak para ve tahvili kapsayan bir portföy tutmadığını benimsemektedir. Portföy çeşitlendirmesi, hangi varlıkların tutulacağını seçiminde kabul edilebilir bir strateji olduğundan, Keynes'in analizinde bunun nadiren ortaya çıkan bir durum oluşu, spekülasyon para talebi teorisinin ciddi bir eksikliğidir.

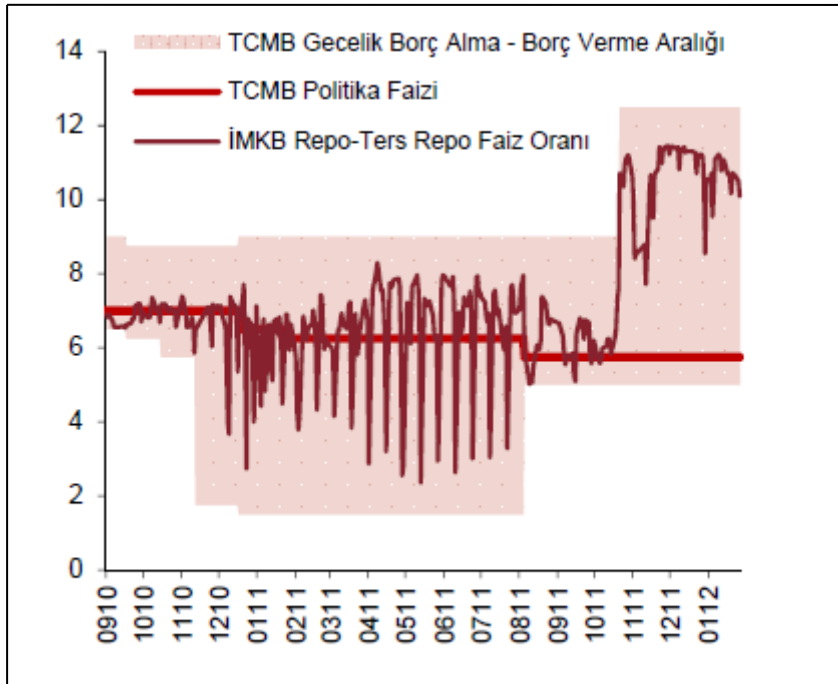
Tobin, Keynes'in analizine yöneltilen bu eleştiriyi ortadan kaldırmak amacıyla bir spekülasyon para talebi modeli geliştirmiştir. *Tobin'in temel düşüncesi*, insanların portföylerinde tutacakları varlıklara karar verirken, sadece bir varlığın diğerine oranla beklenen getirisinin ne olduğunu değil, aynı zamanda her varlığın getirisinin riskini de göz önünde bulundurduğudur.

Tobin, insanların çoğunun riskten kaçındığını varsaymıştır. Paranın önemli bir özelliği getirisinin belli olmasıdır. Tobin'e göre elde tutulan paranın getirisi sıfırdır. Buna karşın, tahvillerin fiyatlarında büyük çapta dalgalanmalar olabileceğinden, getirileri oldukça riskli ve bazen de negatiftir. Bu nedenle, tahvilin beklenen getirisi paraninkinden daha yüksek olsa bile, tahvilden daha az riskli olduğu için insanlar servetlerini para olarak tutmak isteyebilirler (Tobin, 1958).

Tobin'in Keynes'e ait spekülasyon para talebine ilişkin açıklamasını geliştirme gayretleri kısmen başarılı olmuştur. Spekülasyon para talebinin varlığı konusu halen tartışılmaktadır. *Tobin'in Portföy Teorisi*, dördüncü bölümde para talebi teorileri konusunu işlerken 4.3.2.1 alt başlığı ile özetlendiğinden, burada yeniden ayrıntılara girilmeyecektir. Son olarak şunu belirtelim ki, portföy teorilerini M1 dar para arzını açıklamak için kullanmak anlamlı değilse de, M2 ve M3 para taleplerini açıklamakta işimize yarayacaktır.

### 5.3 Merkez Bankalarının Para Politikası Aracı Olarak Kullandıkları Faiz Oranları

Para politikası uygulamalarında merkez bankaları *politika faizini* belirlemektedirler. *Politika faizi çok kısa vadeli faizdir*: Bu, gecelik (over night, o/n) veya haftalık olabilir. MB bankalara gecelik vadede borç verirken, *borç verme faizi*; onlardan gecelik vadede borç alırken *borç alma faizi* oranlarını belirlemekte ve açıklamaktadır. İşte alt ve üst sınırları belirlenmiş bu faiz sistemine *koridor sistemi (faiz koridoru)* denmektedir.

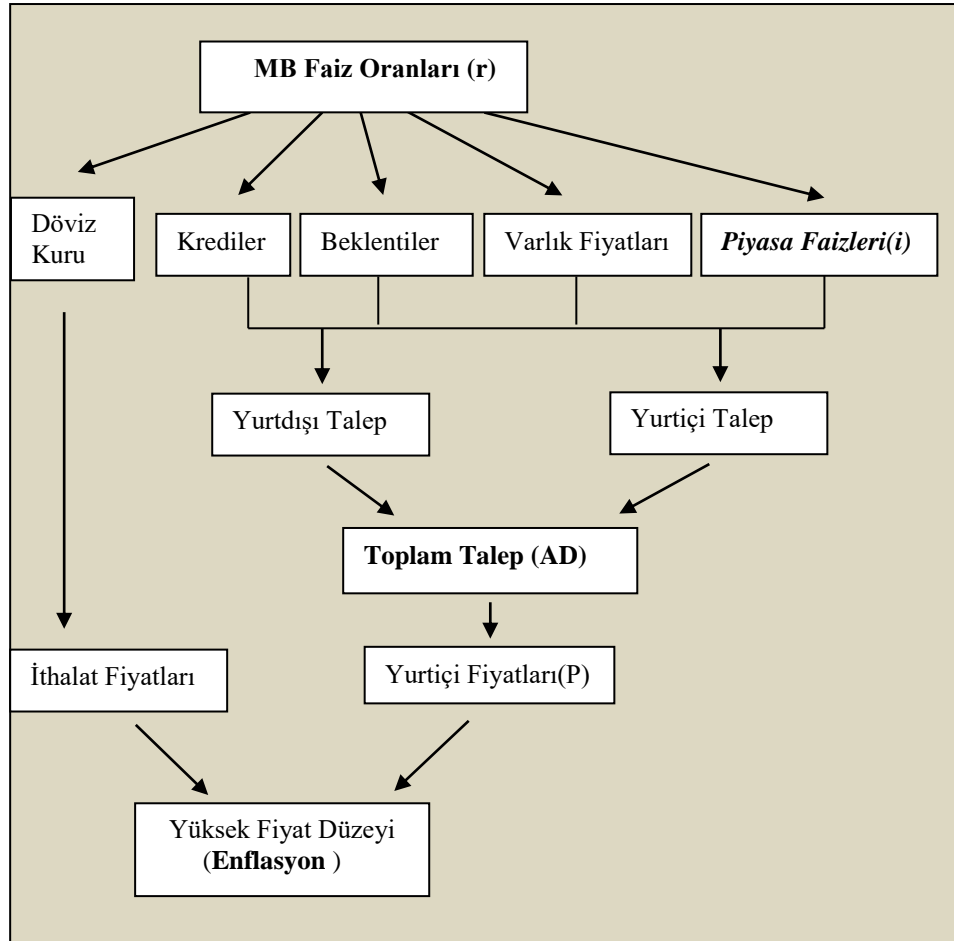


Şekil 5.3 TCMB Faiz Oranları ve Gecelik Repo Faizleri

Bir de bu koridor içinde kalan *repo faizi* uygulanmaktadır. TCMB, Nisan 2010 tarihinden itibaren *politika faizi* olarak *1 hafta vadeli repo ihale faiz oranını* kullanmaya başlamıştır. *Repo*, belli bir vade sonunda geri satmak vaadiyle TCMB'nin bankalardan DİBS satın almasıdır. Böylece TCMB, mali sisteme geçici likidite vermekte, vade sonunda ise *ters repo* yaparak piyasadan likidite çekmektedir. MB, yıllık enflasyon hedefine uygun politika faiz oranları belirlemektedir. *MB faizi, piyasa faizi için gösterge faizdir*. MB, piyasadaki gelişmelere göre, faiz koridorunu istediği gibi genişletip daraltabilir.

### 5.3.1 Merkez Bankasının Politika Faizinin Ekonomiye Yansıma Süreci: Parasal Aktarım

*MB faizi bir gösterge faizdir:* Merkez bankaları, firmaların ve hane halklarının fiyatlandırma davranışlarını, dolayısı ile enflasyonu doğrudan kontrol edemezler. MB para politikası stratejilerini seçerken enflasyonu belirleyen ve kontrol edebilecekleri değişkenleri, bunların enflasyonu hangi kanallarla etkileyeceğini iyi analiz ederek para politikalarını buna göre oluşturmalıdırlar. Bu nedenle, parasal aktarım mekanizması çerçevesinde faiz yolunu yakından izlemeleri gerekmektedir. Şekil 5.3.1’le konuyu açıklayalım:



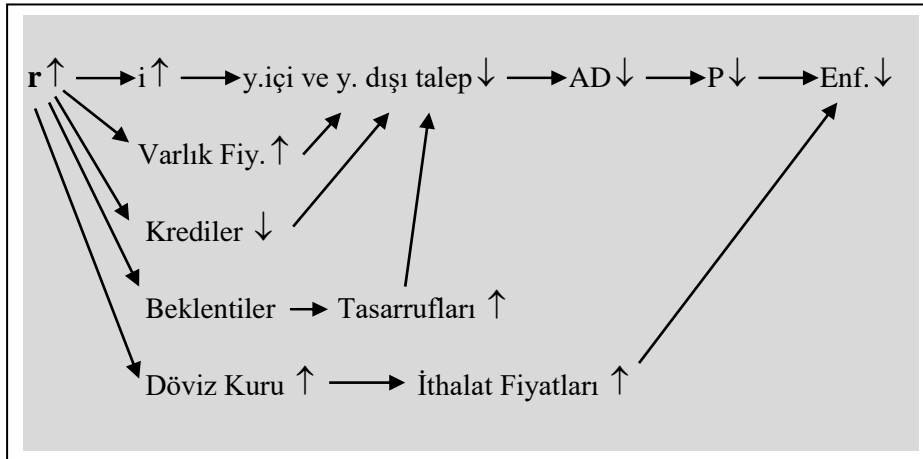
Şekil 5.3.1 Parasal Aktarım Mekanizmasında Merkez Bankası Faizinin Rolü  
Kaynak: Bank of England’a atfen Çelik ve diğerleri, 2006, s.7.



MB'nin gecelik faiz oranındaki ( $r$ ) değişme ile başlayan aktarma mekanizması, basit ve dar çevreli değil, oldukça karmaşıktır. Daha geniş bir etkileşim mekanizması şöyle olacaktır: Buradaki temel düşünce; *MB gecelik faiz oranlarını değiştirmek suretiyle, piyasadaki kısa dönemli öteki bütün faiz oranlarını etkileyerek, uzun dönemli faizlerin yönünü ve oranını etkilemektir. Şekilden görüleceği gibi, MB gecelik faiz oranları piyasa faizleri yanında döviz kuru, krediler, beklentiler ve varlık fiyatları gibi önemli büyüklükleri de etkilemektedir. Özellikle piyasadaki oyuncuların ileriye dönük beklentileri bu yolla şekillendirilmek istenmektedir.*

Şimdi konuyu daha iyi anlayabilmek için, MB'nin yüksek enflasyonu düşürerek ülkede fiyat istikrarını sağlamak amacıyla *anti enflasyonist bir politika uygulamaya karar aldığını düşünelim.* MB, bu amacını gerçekleştirmek için birçok para politikası aracını birlikte uygulayacaktır (Bu konu 6. ve 7. bölümlerde işlenecektir). Bu araçları bir yana bırakıp, MB kendi kısa vadeli faiz (politika faizi) oranını bir araç olarak kullandığını varsayalım. Bu durumda, aktarma mekanizmasında izlenebileceği gibi, yukarıda sıraladığımız bütün kanallar birlikte harekete geçer:

MB kendi faiz oranlarını yükseltince, piyasa faiz oranı ( $i$ ) yükselir. Bu durumda kredi maliyetleri artacağından doğrudan yurtiçi talep, dolaylı olarak da yurtdışı talep hacmi azalacağından, toplam talep düşecektir. Böylece, göreceli olarak fiyatlar yani enflasyon düşecektir.



MB faizindeki yükselme, eşanlı olarak varlık fiyatlarını yükseltirken, kredi maliyetlerini artırdığı için kredi hacmini azaltacaktır. Piyasa faiz oranındaki yükselme, hane halkının beklentilerini tasarruf eğilimini yükseltme

yönünde değiştireceğinden, toplam tasarruf hacmi artacak; yurtiçi ve yurtdışı talep azalacağından toplam talepteki düşüş, fiyat artışlarını yavaşlatacak yani enflasyon düşecektir.

MB faizindeki değişikliğin döviz kuru üzerindeki etkisi değişik varsayımlara göre farklılıklar gösterir (Özatay, 2011, s.145-151): Nominal döviz kurunun gelecekteki değerine ilişkin beklentiler ve yurtdışı faiz oranları sabit iken, yurtiçi faiz oranındaki yükselme nominal döviz kurunu düşürecektir. Çünkü bu şartlarda yerli para nominal olarak değerlendirilecektir.

Fiyatların esnek olduğu parasalcı modelde, yurtiçi nominal faiz oranı yükseldiğinde nominal döviz kuru da yükselmektedir. Yani yüksek faize yüksek kur karşılık gelmektedir. Enflasyon beklentisi yüksek iken, döviz kurunun ileride daha da artacağı sanılıyorsa, kur yükselir. Bu durumda, MB kısa vadeli faiz oranını yükseltiyorsa; MB'nin bu tepkisi inandırıcı ve güvenilir bulunursa, nominal döviz kuru düşer. Yine enflasyon beklentisi yüksek iken, döviz kuru beklentisi etkilenmeden, MB kısa vadeli faiz oranını yükseltiyorsa; MB'nin bu tepkisi bireylerce anlaşılamiyorsa, nominal döviz kuru yükselir.

Faizin aktarma mekanizmasındaki rolü ileride, sekizinci bölümde ayrı bir başlık halinde ele alınacaktır.

### 5.3.2 Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faizi (Politika Faizi) ile Uzun Vadeli Faizler Arasındaki İlişki

Merkez bankaları para politikasını, temelde *çok kısa vadeli faizleri* değiştirmek suretiyle yürütürler. Bu özelliği nedeniyle söz konusu faizlere *politika faizi* denmektedir. Bunlar *gecelik* veya *haftalık repo* faizlerdir. TCMB'nin enflasyon hedeflemesi stratejisi ile birlikte 2002 yılından itibaren, enflasyonla mücadelede kullandığı temel politika aracı politika faizidir. Kısa vadeli faizlerin öne çıkma nedeni, tüketim ve yatırım kararlarının gecelik ya da haftalık vadeli faizlerdeki değişimlere bakılarak alınmasıdır. Acaba MB'nin kısa vadeli faizi (politika faizi) ile uzun vadeli faizler arasında bir ilişki var mıdır?

Mevduat bankaları kısa vadeli fonlarını değerlendirirken, hem şimdiki politika faizini hem de MB'nin bir ay sonra açıklayacağı politika faizini göz önünde bulundurur. Başka deyimle, politika faizleri kısa vadeli piyasa faizlerinin belirlenmesinde önemli bir role sahiptir. MB, piyasaları yönlendirmek istediğinde geleceğe ilişkin kararlarını önceden açıklar. Belirsizlik yaratmak niyetinde ise, kararını açıklamayabilir.

TCMB Enflasyon Raporu'ndan (2011-IV, s.80) bir paragrafı örnek olarak verelim: "Piyasa faizleri üzerinde belirleyici rol oynayan politika faiz beklentilerinde, Temmuz Enflasyon Raporu öncesine göre belirgin bir gerileme gözlenmiştir. Bu gerilemede TCMB'nin Ağustos ayında aldığı faiz indirim kararı ve gelecekteki para politikasına dair söylemleri etkili olmuştur".

Yukarıda (Şekil 5.3.1'de) görüldüğü gibi, *MB'nin aldığı faiz kararı toplam arzı (AS) ve toplam talebi (AD) belirleyen şu değişkenleri etkiler: Kredi ve mevduat faizleri, krediye çevrilebilir banka kaynakları, hisse senedi fiyatları, döviz kuru, bu değişkenlere ilişkin beklentiler, enflasyon beklentisi, ekonomiye duyulan güven ve risk primi.*

Politika faizinin daha uzun vadeli faizleri değiştirmesi ekonomide bir dizi hareketi başlatabilir: Bilindiği gibi, faizler yatırımların kârlılığını etkiler. Yatırım projelerin bugünkü değerini hesaplayıp, yatırım kararı alabilmek için daha uzun vadeli faizlerin rolü öne çıkmaktadır. Yatırımcı, yatırım kararı almadan önce parasını piyasa faizinden bankaya mı, tahvil faizinden hazineye mi yatırmasının daha kârlı olacağını hesaplamak durumundadır. Ayrıca yatırımcı, kredi kullanacaksa, faiz oranının yatırım maliyetlerini etkileyeceğini bilir.

Yurtiçinde üretilen mallar ve hizmetler olan talebini nominal faizden çok *reel faizler* belirlemektedir. Benzer biçimde, özellikle yatırım kararları için de reel faiz esastır. MB'ler ise, nominal faiz oranını etkilemektedirler. Daha önce gördüğümüz gibi, reel faiz ( $r$ ) nominal faiz ( $i$ ) ve beklenen enflasyon tarafından belirlenmektedir:

$$r = \left( \frac{1+i}{1+\pi} \right) - 1$$

Burada, para politikası aracı olarak kısa vadeli faizleri kullanan MB, reel faizi nasıl etkileyecektir? Bu, MB'nin aldığı kararın enflasyon beklentisini ( $\pi^e$ ) nasıl değiştireceğine bağlıdır: MB, enflasyonu düşürmek için nominal faizi (politika faizini) yükseltirse bu nedenle enflasyonun düşeceği beklentisi oluşmuşsa, reel faiz oranı yükselecektir. Bu durumda, yurtiçinde üretilen mallara karşı talep düşecektir. Aksi halde, reel faiz düşecek, dolayısıyla toplam talep ya değişmeyecek ya da düşecektir. Başka deyimle, anti enflasyonist bir faiz politikası durumunda reel faizin değişmesi enflasyon beklentisine bağlıdır.

Politika faizindeki değişiklik, daha uzun vadeli mevduat, kredi ve DİBS faizlerini etkiler. Bu önemli üç faiz, gösterge niteliğindeki politika faizini izler. Aralarındaki ilişkiler doğru orantılıdır. Altıncı bölümde, Şekil 6.3.2'de

Türkiye’de TCMB kısa vadeli faizi ile mevduat faizi ve reeskont oranları arasında eş bütünleşme ilişkisi olduğu görülmektedir. Başka deyimle, bunların düzeyleri birlikte hareket etmektedir (Bakınız: Şekil 5.3.2). Politika faizine dayanan MB para politikasının başarısı, mali piyasalardaki bu faizlerle mal piyasalarındaki fiyatları etkilemesine bağlıdır.

“Merkez bankalarının belirledikleri çok kısa vadeli faizler, kısa ve uzun vadeli faizleri etkilemektedir. Bu etkinin büyüklüğü, merkez bankalarının kararlarının bekleyişleri ne ölçüde yönlendirdiği ile doğru orantılıdır. Kısa ve uzun vadeli faizler ise fiziksel yatırımların kârlılığını, hisse senedi fiyatlarını ve döviz kurlarını etkilemektedir. Dolayısıyla, bu değişkenlere bağlı olarak belirlenen yatırım, tüketim, ithalat ve ihracat gibi değişkenler çok kısa vadeli faizlerden etkilenmiş olmaktadır. Öte yandan, toplam talepteki değişiklikler, toplam arzdaki değişikliklerle birlikte fiyat ve gelir hareketlerine yol açarak; gelir, enflasyon ve istihdam düzeyi değişmektedir” (Özatay, 2011, s.219).