

ENFLASYONLA MÜCADELEDE PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİNİ ARTIRAN VE AZALTAN BAZI KURAMSAL FAKTÖRLER

Prof. Dr. M. İlker Parasız

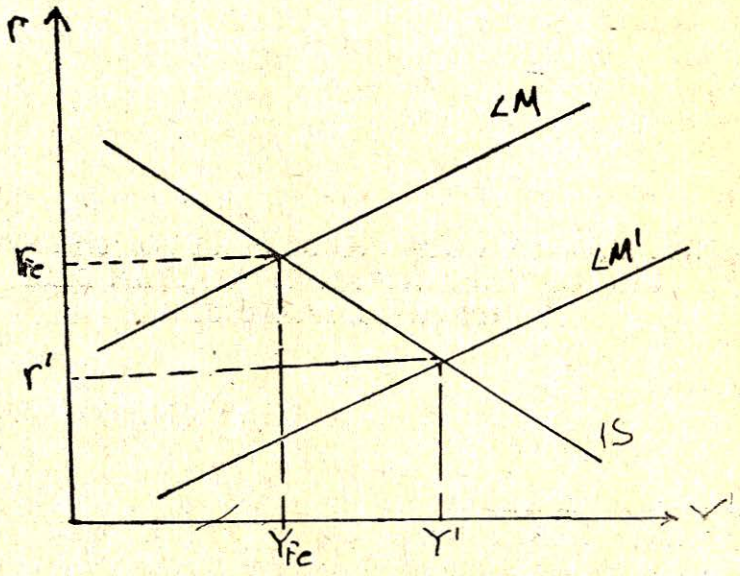
Aşağıdaki satırlarda para kuramına son yirmibeş yıl içinde getirilen katkıların ışığında para politikasının etkinliğini artıran ve azaltan bazı faktörlere değinilmeğe çalışılacaktır. Özellikle böyle bir konuyu ele almamızın asıl amacı son yıllarda Türk ekonomisinin içinde bulunduğu hızlı enflasyonun kontrolünde 24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe konulan para politikası önlemlerinin ne gibi kuramsal yaklaşımlarla ilişkili olduğunu ortaya koymak olacaktır. Bu noktada kişisel yanılgılarımızın her zaman olabileceğini de peşinen kabul ettiğimizi belirtmek isteriz.

I — TALEP VE MALİYET ENFLASYONLARI VE REEL PARA BALANSLARI

A — IS-LM EĞRİLERİYLE TALEP ENFLASYONUNUN ANALİZİ

Makalemize bir varsayımla başlamak istiyoruz. Örneğin, ekonmi tam istihdam ulaşınca kadar fiyat artışının olmayacağı varsayalım bir başka deyimle Philips eğrisinin varlığını unutalım.

Toplam talep IS ve LM eğrilerinin kesim noktaları tarafından belirlenmektedir. Şekil (1) de IS ve LM eğrileri tam istihdam (YFe) de kesişmektedir. Böylece tam istihdam ve denge geliri aynı olmaktadır. Şimdi eğer her bir eğri sağa kayarsa, toplam mal ve hizmet talebi ekonominin cari fiyat seviyesinde üreteceği çıktıyı aşacaktır. Enflasyon başlayacaktır.



Sekil - 1 -

1°. Örneğin şekil (1) de para arzını arttırıldığını farzedelim: LM eğrisi LM'ne kayacak ve toplam talep Y'ne yükselecektir (Klasik talep enflasyonu). Yükselen fiyatlar reel para arzını azaltacaktır ve LM eğrisi başlangıç seviyesine doğru kaymaya başlayacaktır. Faiz oranları yükselecek ve yatırım harcamaları azalacaktır. Artan fiyatlar toplam talep eski seviyesine geri döndüğünde ve LM eğrisi çıktığı yere geri döndüğünde duracaktır. Burada hemen işaret edelimki para arzı ve fiyat seviyesi önceki seviyelerinden daha yüksektir. Fakat reel para arzı ve reel çıktı değişmemiştir.

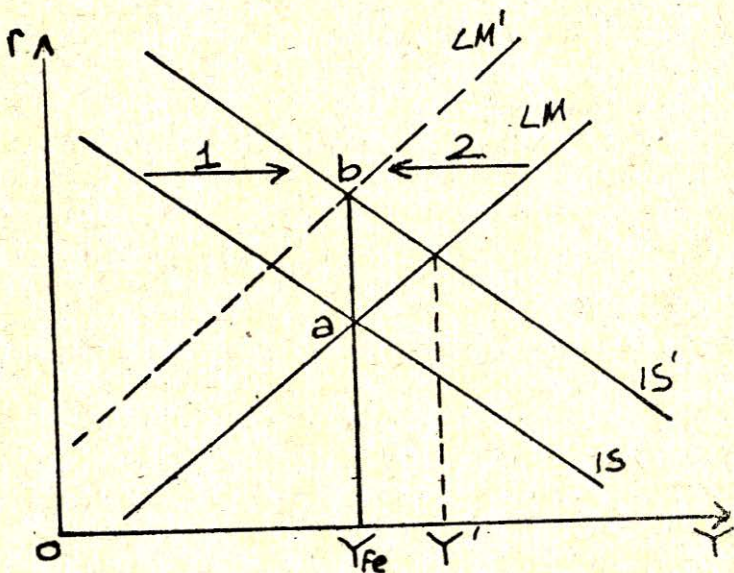
Burada not edilmesi gereken bir nokta da, hem reel ekonomik faaliyetler hem de faiz oranı tam istihdamda para arzından bağımsızdır. Faiz oranları r_e den başlamakta, geçici olarak r' ne düştükten sonra yeniden yükselmektedir. Böylece r_e bazen «doğal faiz» oranı olarak da adlandırılmaktadır.

Gerçekte r_e tam istihdamda tasarrufla yatırımı birbirine eşitleyen faiz oranıdır. Bu nokta IS eğrisi üzerindedir ve klasik ekonomistlerin faiz üzerindeki düşüncelerine uygundur. Yani faiz oranı tasarruf ve yatırım tarafından belirlenmektedir. Para arzındaki değişmelerin etkisi devam etmemektedir.

Para arzındaki bir artış fiyatları yükseltmektedir. Fakat enflasyon kendi tedavisini kendisi yapmaktadır. Reel para arzı

kendi orjinal seviyesine döndüğü zaman fiyatların artması durmaktadır. Gerçekten, nominal para arzı yeniden artmadıkça (LM eğrisini yeniden sağa kaydırmadıkça), enflasyon durmuş olacaktır. Sürekli Para enjeksiyonu LM eğrisini sürekli sağa doğru kaydıracak ve sürekli enflasyona sebep olacaktır. Büyük ve sürekli par enfeksiyonu hyper-enflasyona neden olacaktır.

2°. LM eğrisinin eğimi pozitif para talebi faiz oranlarındaki değişimlere duyarlı olduğu sürece, para arzı sabit bile olsa, enflasyon meydana gelecektir. Şekil (2) de de IS ve LM eğrileri tam istihdam seviyesinde birbirlerini kesmektedir. Bu kez IS eğrisi IS'ne kaymaktadır. Bunun nedeni örneğin hükümet harcamalarındaki artış olabilir.



Sekil - 2 -

Şimdi Y' toplam talep, Y_{fe} yi aşacak ve fiyat artışları başlayacaktır. Eğer para arzı sabit tutulursa, enflasyon muhtemelen duracaktır. Fiyatların yükselmesi -P den P'ye yükselmesi reel para arzını azaltacaktır. Ve LM eğrisi sola (LM') kayacaktır. Sonunda toplam talep yeniden Y_{fe} ye dönecektir. Bu noktada enflasyonist baskı sona erecektir.

Yukarıdaki durumda enflasyonun sebebi hükümet harcamalarıdır. Fakat yükselen fiyatlarla birlikte artan muamelat seviyesinin finanse edilmesi gerekecektir. (Aynı Y_{fe} reel gelir se-

viyesinde). Toplam muameleler P.Y den P.Y_{fe} ye yükselmiştir. Yükselen bu parasal gelir mevcut para arzıyla finanse edilecektir. Şöyle ki, paranın dolaşım hızı (P'Y_{fe}/M, PY_{fe}/M den daha büyüktür) artacaktır. Dolaşım hızının artış nedeni para talebinin faiz oranına duyarlı olmasının bir sonucudur. Faiz oranları yükseldikçe, arzulan spekülatif balans miktarı daralacak, muamelat amacıyla fonları serbest bırakacaktır. (Şekil 2 de B noktasında dolaşım hızı a noktasından daha yüksektir.)

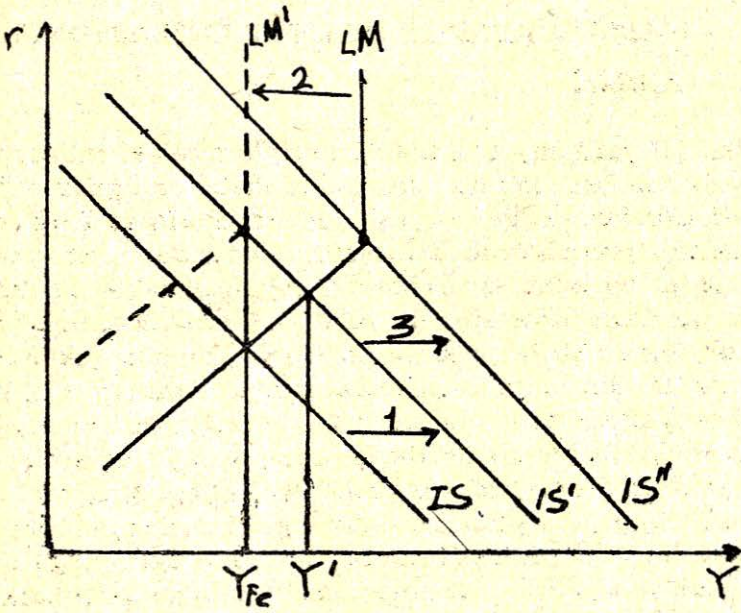
3° faize duyarlı para talebi faiz oranları yükseldikçe azalacaktır ve artık spekülatif balans kalmayınca sıfır olacaktır. Bu noktada tüm para arzı muamele için kullanılacaktır ve parasal GSMH daha fazla yükselmeyecektir. Öte yandan paranın dolaşım hızı da en yüksek sınırına ulaşacak ve daha fazla yükselmeyecektir.

İşte bu an geldiğinde LM eğrisi dikey olacak (sıfır faiz duyarlı) ve IS eğrisinde sağa doğru diğer kayışlar toplam talep üzerinde hiçbir etkisi olmayacaktır. Tek sonuç daha yüksek faiz oranı şeklinde ortaya çıkacaktır.

Şimdi şekil (3) deki durumu inceliyeğim. IS ve LM gene tam istihdam seviyesinde kesişmektedir. IS nin IS'ne kayması toplam talebi Y'ne arttıracaktır. Fiyatlardaki artış (P den P'ne diyelim). LM yi LM'ne yeni dengeyi a noktasına kaydırıldığından; şimdi LM eğrisi diktir. Bu durum Y_{fe} reel gelir seviyesinde yeni fiyatlara göre hasıl olacaktır (veya P'Y_{fe} nominal gelirinde)

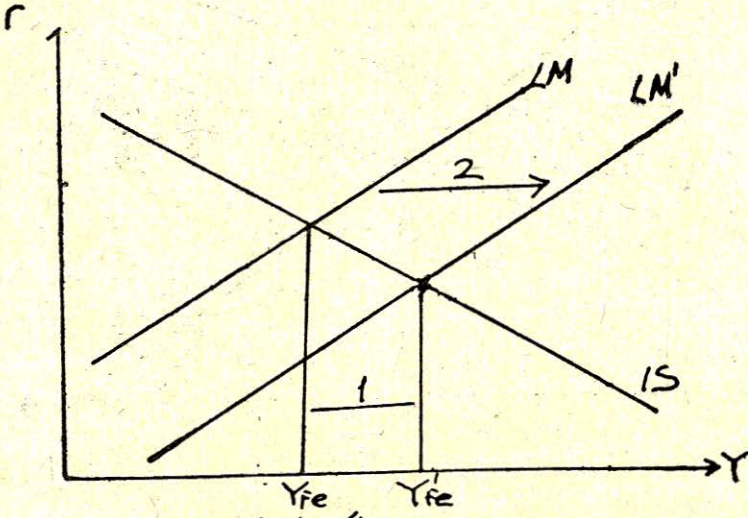
IS eğrisinde yeni bir artış, diyelimki IS", toplam talebi arttırmayacaktır. Çünkü mevcut para arzı -para arzı sabit tutulduğundan- herhangi daha yüksek muamelat seviyesini desteklemeyecektir. Peki bu sırada ne olacaktır? Artan hükümet harcamaları yüksek faiz oranlarının özel harcamaları kısıtlamasıyla dengelenecektir. Toplam harcamalar aynı kalacaktır. Hükümet harcamalarındaki artış aynı miktar özel sektör harcamalarını dışarda bırakmaktadır. (Crowding out etkisi), Ekonomi a noktasından b noktasına kayacaktır. Bu sırada enflasyon olmayacak yalnızca faiz oranları yükselecektir.

4°. IS-LM eğrilerinin Y_{fe} nin altında kesişmeleri durumunda para arzındaki artış milli geliri artıracak, bu sırada fiyatlar değişecektir. Hatta tam istihdam da bile bazan para arzındaki artış enflasyonist olmayabilir. Teknolojik değişimler produktivite artışları, emek gücü ve kapital stokundaki artış ekonomide daha



Sekil - 3-

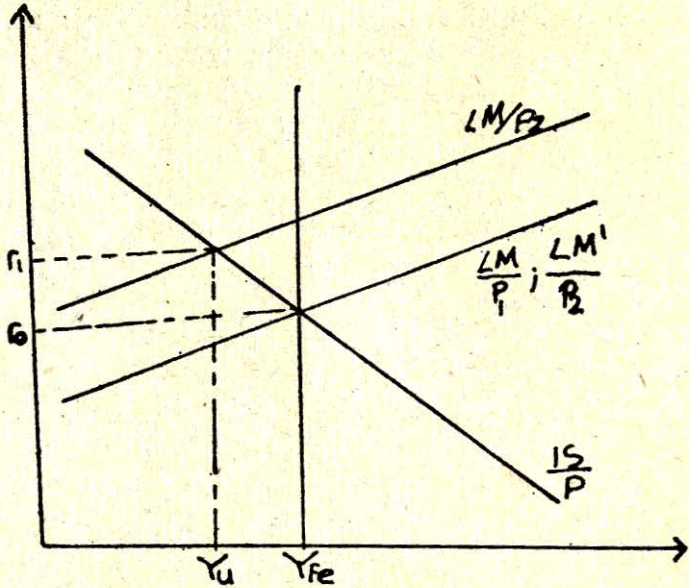
fazla reel mal ve hizmet üretilmesine imkan verebilir. Şekil -4- de LM eğrisinin LM' 'ne kayması sonucu milli gelir Y_{fe} den Y'_{fe} ye artacaktır.



Sekil-4-

B — IS-LM EĞRİLERİYLE MALİYET ENFLASYONUNUN ANILIZI

Şekil (5) yardımıyla IS-LM eğrileriyle maliyet enflasyonunu açıklayabiliriz. Ekonominin tam istihdamda olduğunu farzedelim. Tam istihdam denge seviyesinde $r=r_0$, $P=P_1$ ve $Y=Y_e$ olsun. Sendikaların produktivite artışlarının üstünde ücret artışı talep ettiklerini ve bunu işverenlere kabul ettirdiklerini farzedelim. Bu durumda ekonomideki reel para belanslarında azalma olacaktır. Bunu LM/P_1 eğrisinin LM/P_2 ye kayması şeklinde gösterebiliriz. Bu durumda ekonomide noksan istihdam (Y_e-Y_u) ve noksan kapasiteler hasil olacaktır. Böyle bir duruma ne işsiz kalanlar, ne işverenler ne de devlet razı olmayacaklardır ve fiyatları yeniden P_1 seviyesine indirmek ve LM eğrisini LM/P_1 e geri döndürmek için çaba gösterilecektir. Eğer Merkez Bankası fiyatlar düşmeden önce para arzını arttırırsa, LM eğrisi sağa LM'/P_2 ye kayacak ve fiyatlar üzerindeki aşağıya doğru olan baskı kaldırılmış ve böylece Merkez Bankası fiyat artışlarını onaylamış



Sekil-5-

olacaktır. O halde maliyet enflasyonunun gelişmesinde son söz devletindir demek yanıltıcı olmayacaktır.

Yüksek faiz oranı maliyet enflasyonuna neden olabilir mi?

Kısıtlayıcı para politikası enflasyonu kontrolde esas olarak görülmekle beraber, bunun kullanımına karşı şikayet kemerleri sıkma politikası sonucu hasil olan yüksek faiz oranlarının enflasyonu daha da kötüleştireceği iddiasından gelmektedir.

Faiz iş yapmanın bir maliyeti olduğundan, yüksek faiz oranları, tıpkı yüksek ücretler gibi fiyatları arttıracaktır. Yüksek faiz oranları maliyetleri yükseltir ve bu nedenle arz kanalıdan fiyatları yükselir. Ayrıca yüksek faiz bunu elde edenlerin gelirlerini arttırdığından, harcamaların artmasına ve fiyatların talep cephesinden yukarıya çekilmesine neden olacaktır. Yüksek faiz oranları maliyetleri ve gelirleri arttırdığından maliyet ve talep enflasyonunu genişletecektir.

Bu argümana standart cevap gerek firma maliyetlerinde, gerekse gelir içinde faizin küçük bir yer işgal edeceği şeklinde olabilir. Fakat böyle bir cevap bizzat para politikasını savunanların faiz oranları, yatırım harcamalarını toplam talebi azaltır ve böylece enflasyonist baskıyı düşürür. Eğer faiz oranları firma maliyeti içindeki yeri çok küçükse, zaman yatırımları etkileyeceği nasıl beklenebilir?

Gerçekte, faizin firma maliyetleri içindeki yeri ihmal edilebilir olmayabilir. Ayrıca faiz milli gelirin önemsiz bir unsuru olmayabilir de. O halde yüksek faiz oranlarının fiyatları yükselteceği argümanına verilen ortodoks cevap yanlıştır. Eğer bu tek cevapsa kabul edilmiş doktrinlere karşı olanlar, gelenekçilerden, çok daha tutarlıdır. Eğer bir cevap varsa başka yerde de bulunabilir.

Yüksek faiz oranlarının fiyatları yükselteceği okul görüşüne cevap, yüksek ücret oranlarıyla yüksek faiz oranlarının etkileri arasındaki benzerliğin yakından incelenmesi durumunda bulunabilir. Bunun snucu olarak yüksek faiz oranlarının maliyetleri ve gelirleri yükselteceğini ve dolayısıyla maliyet ve talep enflasyonlarını genişleteceğini söyleyebiliriz.

Mamafih ücretlerdeki artış tek başına maliyet ve talep enflasyonunun oluşmasına yetmez. Enflasyonun herhangi bir du-

rumda devam etmesi için, ücret artışlarının sürekli yeni para arzıyla desteklenmesi gerekir. Eğer merkez bankası para arzını arttırmazsa veya azaltırsa, enflasyon er veya geç tavsır.

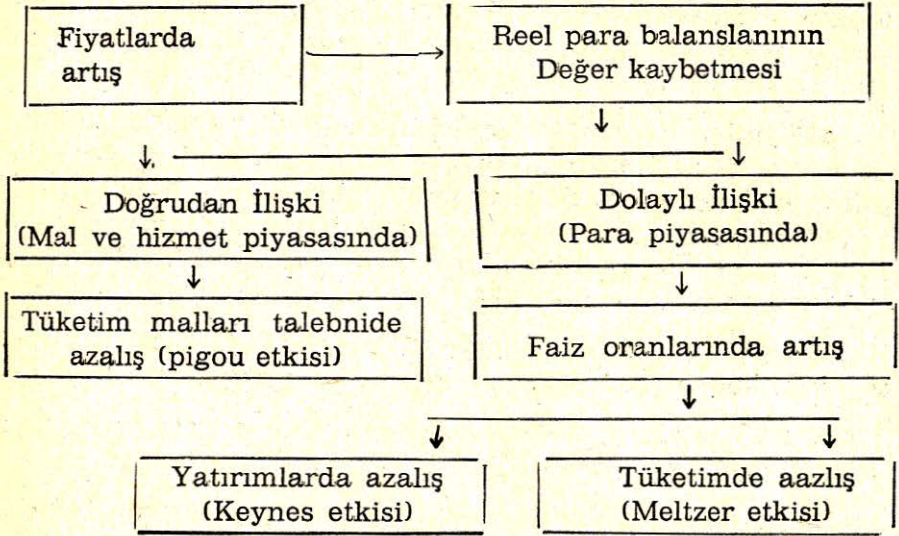
Benzer şekilde parasal genişlemenin söz konusu olduğu ortamda yüksek faik oranları enflasyonu arttırır. Fakat sıkı para politikasına isnat olunabilir faiz yükselmeleri enflasyonist değildir. Böyle faiz yükselmeleri benzer durumdaki ücret yükselmeleri gibi, fiyat seviyesinin biraz yükseltecektir. Fakat eğer merkez bankası para arzını sabit tutar veya azaltırsa fiyatların daha öteye gitmeleri önlenecektir.

II — ENFLASYONLA MÜCADELEDE NEO-KLASİK OTOREGÜLATÖR : REEL BALANS ETKİSİ

Bilindiği gibi enflasyonun klasik tanımı daha çok paranın dah az malı kovalaması şeklinde yapılabilir. O halde para yaratımı durdurulduğunda enflasyon duracaktır. Ancak bunun uygulamada çok güç olduğunu da hemen vurgulamak gerekir. Hele bizim gibi gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya oldukları bütçe açıklarının alınacak maliye politikası önlemleriyle kısa sürede karşılanması olanaksızdır. Bu durumda geriye en etkin para politikası aleti olarak görünen reel para balanslarının değerinin birdenbire düşürülmesi yolu kalmaktadır. Bunun başarılması oldukça kolaydır. Yapılacak yüksek oranlı bir devalüsyon, evvelce baskı altında tutulan fiyatların serbest bırakılması, kamusal mallara yapılan önemli zamlar v.b. fiyatlarda paradan bağımsız olarak büyük oranlı sıçramalara neden olarak ekonomideki para balanslarının reel değerini birdenbire düşürür. Bir anlamda, böylece ekonomide dolaşan paranın bir kısmı tahrip edilmiş olmaktadır. İşte 24-Ocak-1980 tarihinde yürürlüğe konulan istikrar önlemlerinin başarısı büyük ölçüde neo-klasik otheregülatör olarak kabul edilen reel balans etkisinin başarılı bir şekilde uygulanmasına bağlanmıştır. Bunun böyle olduğunun en önemli kanıtları daha sonraki aylarda yapılan mini devalüasyonlar ve zamlardır. Böylece başlangıçta yaratılan para darlığının daha sonraki aylarda para arzında meydana gelen artışlarla etkinliğini yitirmesi önlenmeğe çalışılmaktadır.

Şimdi içinde bulunduğumuz dönemin analizini daha açık bir şekilde gözler önüne sermek için reel balans etkisinden beklenen

kuramsal sonuçlara ve buna karşı piyasanın göstereceği beklenen etkilere biraz dahayakında göz atalım.



A — MAL VE HİZMET PİYASASINDAKİ DURUM : PİGOU ETKİSİ

Keynesgillerin tam rekabetteki bir ekonominin tam istihdamda istikrarlı bir dengesinin olamayacağını ortaya koymalarından sonra özellikle G. Haberler ve A.G. Pigou gibi ekonomistler bu sonuca itiraz etmişlerdir. Bunlara göre Keynesgiler reel balans etkisini ihmal etmişlerdir. Bu iktisatçıların temel argümanları şudur: Eğer tüketim seviyesini yalnızca halihazır gelirin değil bunun yanısıra servetin de etkilediği farzedilince, tüketim seviyesi $C=C(Y_d, W)$ olarak yazılabilir. Reel nakit balanslar kişinin servet stokunun bir parçasını oluşturduğundan fiziksel servetteki durumdan ayrı olarak ki bunların değeri fiyatlar genel seviyesiyle birlikte artar veya azalır) paranın nominal değeri aynı kalırken, reel değeri fiyat seviyesiyle tersine olarak değişir. O halde eğer fiyatlar düşerse reel nakit balans hacmi artacak, net servet yükselecek ve verilen bir gelir seviyesinde tüketim arzusu artacaktır.

Pigou etkisini IS-LM eğrileri çerçevesinde ele alırsak, fiyat arttığında tüketim azaldığından IS eğrisi sola kayacak, ve toplam talep azalacaktır. Bir başka deyimle, hane hakı sektöründe

bir reel balans etkisi meydana gelecektir. Fiyat seviyesi yükselirken toplam talep azalacaktır. Fiyatlar düşerse, tersi olacak ve toplam talep azalacaktır. O halde IS eğrisinin konumu kişinin reel servetine de bağlıdır. İşte reel balans etkisini bu özel şekli Pigou etkisi olarak bilinmektedir.

a) Fiyatlar P_0 dan P_3 yükselirken reel nakit balanlaslar ve net servet azlacaktır. Kısa dönem tüketim fonksiyonu azalacak ve aynı anda kısa dönem tasarruf fonksiyonu artacaktır.

b) Tasarruf fonksiyonu kayarken, herbir fiyat seviyesi için yeni IS eğrisi söz konusu olacaktır. Keza her bir fiyat seviyesi için para piyasasında LM_0 , LM_1 , LM_2 ve LM_3 eğrileri çizilmiştir.

IS ve LM eğrilerini kesim noktaları, A, B, C, D verilen fiyat seviyelerinde toplam talep seviyesini verecektir.

c) Bu noktaların toplam talep eğrisi üzerindeki konumunu A', B', C' ve D' göstermektedir.

Pigou etkisinin varlığı mal ve hizmet piyasasında bize fiyata esnek talep eğrisini vermektedir.

Eğer para toplum için net servet ise Pigou etkisi hasil olacaktır. Net servetten anladığımız husus bir aktifin değerinin pasif değerinden fazlalığıdır. Örneğin bono olarak bilinen mali aktifi ele alalım. Bono bunu satın alan için bir aktif, bunu ihraç eden kişi için borçtur. Dolayısıyla bononun toplumun net varlığına katkısı sıfırdır. Halkın elindeki tüm hükümet parası Pigou etkisinin işlemesine katkıda bulunur.

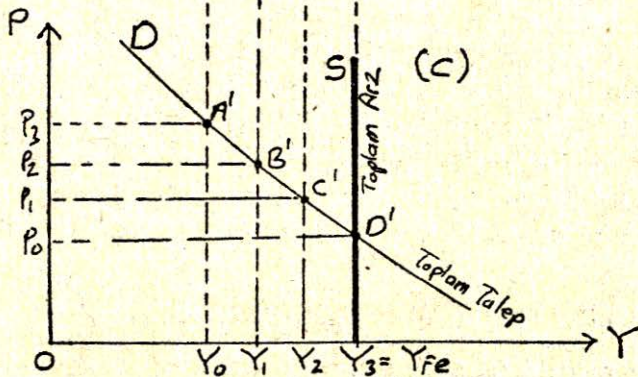
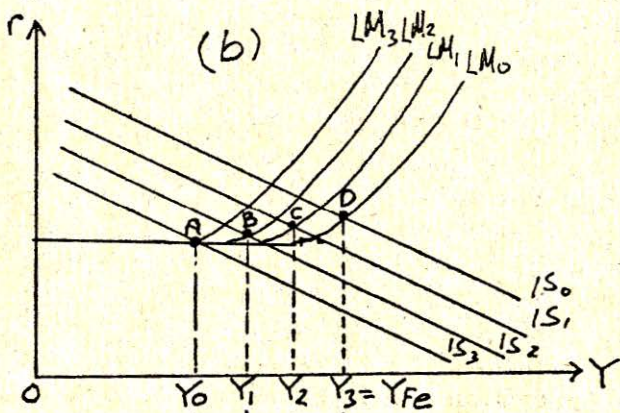
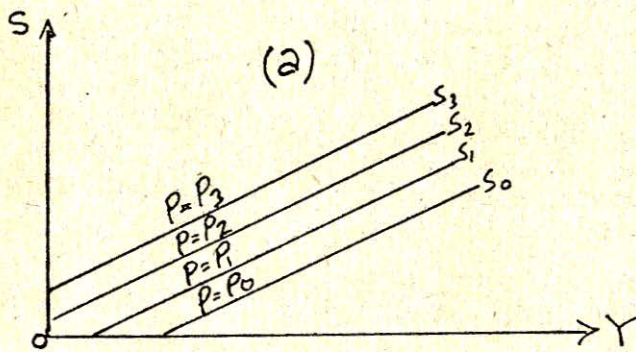
24 Ocak kararlarının mal ve hizmet piyasası üzerindeki etkisi kurama uygun olarak gelişme göstermektedir.

B — PARA PİYASASINDAKİ DURUM

1 — Keynes Etkisi

Keynesgil tüketim, yatırım ve likidite tercihi fonksiyonları veri olarak kabul edildiğinde para arzındaki bir değişme faiz oranları ve yatırım çoğaltan etkisi aracılığıyla reel gelir ve istihdam üzerinde etki yapacaktır. Bunu daha açık bir şekilde söyle açıklayabiliriz. Para arzındaki bir azalma faiz oranlarını yükseltecektir? Faiz oranlarının yükselmesi sonucu yatırımlar azalacak ve bu azalmanın çoğaltan katsıyısıyla çarpımı kadar ulusal gelirden ve dolayısıyla talepte bir gerileme olacaktır. Böylece

Sekil - 6



talepten kaynaklanan enflasyonist baskılarda azalma hasıl olacaktır.

2 — Meltzer Etkisi

İzlenen para politikası sonucu nominal faiz oranlarının yükselmesi halkın tasarruf eğilimini arttırıcı yönde etkileyebilir. Nitekim özellikle 24-Ocak-1980 kararlarını izleyen dönemde yüksek nominal faiz oranları halkın mal varlığı portföyünde fiziksel aktiflerden mali aktiflere doğru yönlennmelerine neden olmuştur. Bu olgunun basit gözlemlerle bile saptanması mümkündür. Öte yandan kuramsal olarak bir kısım halkın tasarruf eğilimlerinde de artış olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

O halde reel balans etkisi olgusu Türk Ekonomisinde enflasyonist baskıların artış oranının frenlenmesinde başarılı olmuştur denebilir.

III — ENFLASYONLA MÜCADELEDE PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİNİ AZALTAN BİR ETMEN OLARAK FİNANSAL ARACILAR

Kuramsal olarak finansal aracılardan finansman kapasitesi olan kişi ve kuruluşların likit tasarruflarını ödünç alan ve bunları finansman açığı olan kuruluşlara ödünç veren kuruluşlardır. O halde finansal kurumlar (banka ve banka dışı finansal araçlar) tasarruf sahipleriyle ödünç alanlar arasında köprü görevi yaparlar. Bu kuruluşların ekonomiye en büyük katkıları ödünç verilebilir fonlar arzını iddihar çözülmesi ve tasarrufların değerlendirilme şekillerine yeni ufuklar açmalarıdır. Bu bakımdan ekonominin finansmanındaki yerleri tasarruf sahiplerinin büyük ölçüde faiz aldanımı olgusuna düşürmedikleri ölçüde (Özellikle son yıllarda üç rakamlı boyutlara ulaşan Türk ekonomisinde eksi faiz uygulamasından bil söz edilmektedir.) yadsınamaz.

Ancak sıkı para politikası izlenen bir ekonomide finansal araçların para politikasının etkinliğini de azalttığı bir gerçektir.

A — FİNANSAL ARACILIK SÜRECİ

Mali aracılık süreci, mali kurumların tasarruf toplama ve bunları elindekinden daha fazla para harcamak isteyen nihai

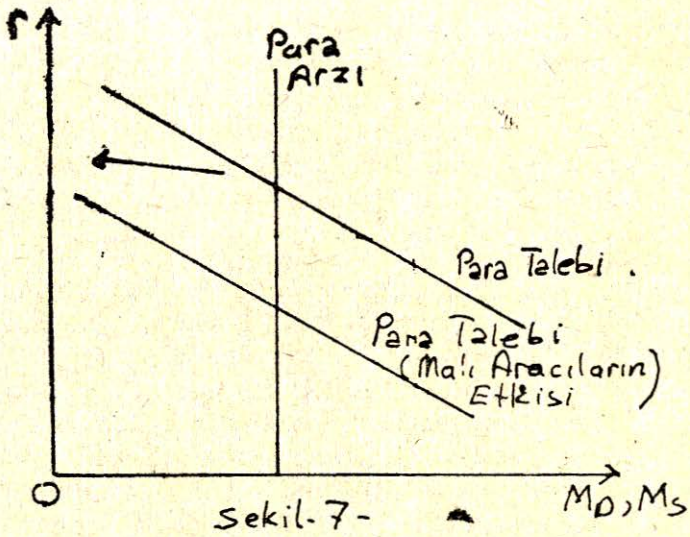
ödünç alıcılara yöneltme işlemlerinden oluşmaktadır. Finansman kapasitesi olanlar fonlarını ödünç verdikleri için faiz gelirden yararlanacaklar, finansman açığı olanlarda kredi elde etmiş olmanın yararlarından faydalanacaklardır. Arada, mali araçlar kendilerine para yatırımlara ödiyecekleri faiz oranının kendilerinden ödünç alanların ödeyecekleri masrafların altında kalması olgusundan kâr edeceklerdir.

Şüphesiz, eğer finansman kapasitesi olan birimler nihai ödünç alanların ilk tahvillerini satın alırlarsa, finansal kurumların rolü olmayacak, onlara aracı olarak hareket etmelerine ihtiyaç olmayacaktır. Mamafih pek çok tasarruf sahibi tahvil ve hisse senedi ve diğer senetleri satın almak konusunda kaygılıdır. Çünkü bu senetler çoğu kez risklidir ve çok likit değildir. Bu nedenle bunların yerine finansal kuruluşların, tasarruf mevduatı, ikraz payları gibi, borç senetlerini alarak tasarruf sahipleri nispeten risksiz ve likiditesi yüksek aktifler elde ederler.

Yukarıdaki sürecin en önemli ekonomik etkisi faiz oranlarını düşürmesidir. Çünkü tasarruf mevduatı ve tasarruf ve ikraz payları şeklinde emin ve likit aktifler nedeniyle, halk elinde para tutmayı daha az arzulayacaktır. Şimdi fonlar mali araçlar tarafından tahvil satın alımında kullanılacaktır. Böylece ek para tahvil piyasasına girecek ve tahvil fiyatları yükselecektir. (Faiz oranları düşecektir.)

Bu sürece bakmanın çeşitli yolları vardır. Biraz önce tahvil talebinin artacağını gördük. Tahvil arzı verilirse, artan talep tahvil fiyatlarını arttıracaktır. Öte yandan para talebinin azalacağını gördük. Para arzı değişmemektedir. (Merkez Bankası tarafından belirlenmektedir.) Bu demektir ki, şimdi para arzı para talebinden daha fazladır. Dolayısıyla faiz oranları düşecektir. Şekil (7) bu durumu föstermektedir. Mali araçlar para talebini daraltmakta; dolayısıyla faiz oranını r den r' ne düşürmektedir.

Mali araçların para talebini azaltması etkisi II. Dünya Savaşından sonra part alebine yapılan en büyük katkıdır. Gurley-Shaw tezi olarak bilinmektedir.



B — GURLEY-SHAW VE FİNANSAL ARACILIK

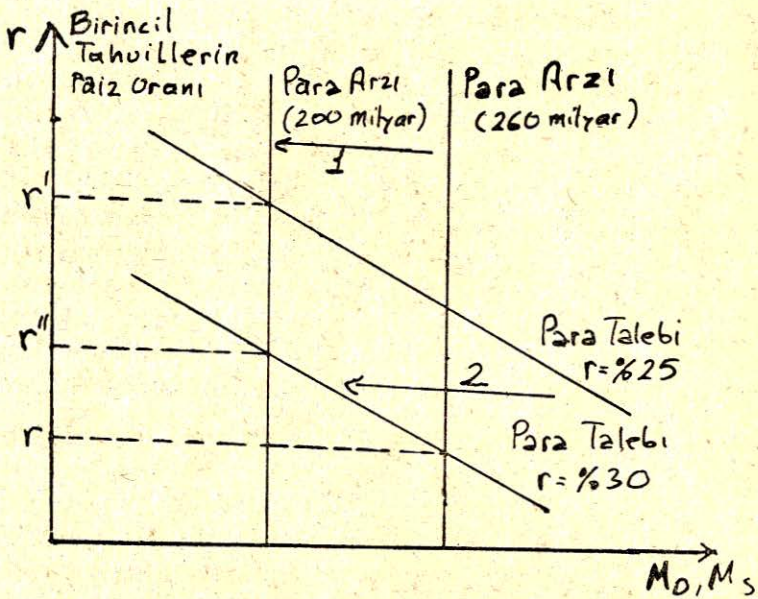
Gurley ve Shawa göre tasarruf ve ikraz birliklerinin, tasarruf bankaları ve diğer mali araçların mevduat pasifleri, ticari bankaların vadesiz mevduatlarından çok farklı değildir. Hatta banka mevduatlarının para olarak nitelendirilmesi durumu değiştirmeyecektir. Gerçekte, vadesiz mevduatlar kolayca harcanabilir. Buna karşılık tasarruf ve ikraz payları nakte çevrilmeksizin harcanamaz. Fakat bunların nakte dönüştürülmesi çok basit bir konudur ve kolayca gerçekleştirilebilir. Böylece tasarruf ve ikraz payları ve tasarruf mevduatları, ister ticari bankada ister tasarruf bankasında olsun, vadesiz mevduatlar kadar likittir.

Gurley ve Shaw'a göre bu çeşit para benzerli likideteler Merkez Bankasının yetki alanı dışında kaldığından para politikasının başarılı bir şekilde yürütülmesini güçleştirmektedir. Yalnızca para arzı aracılığıyla likiditenin kontrolü tam başarılı olmayacaktır. Çünkü likidite para benzerleriyle de sağlanabilir. Dolayısıyla yalnızca ticari bankaların kredilerini kontrolü, Merkez Bankasının üzerlerinde doğrudan kontrol icra edemediği mali araçların ödünçlerinin engellenememesi ölçüsünde, başarısız bir uygulama olacaktır.

Gurley ve Shaw'a göre sorun özellikle anti-enflasyonist para politikası uygulamasında daha da belirgin şekilde ortaya çıkmaktadır. Merkez Bankasının reel ve mali aktifler üzerindeki harcamaları yasaklamak amacıyla para arzını azalttığını farzedelim. Tahvil piyasasında faiz oranları yükselecektir. Bu durumda araçlar eyleme girişecektir. İkrazat ve tasarruf birlikleri daha fazla fon çekmek için mevduatlara verdikleri faizleri yükselteceklerdir. Daha sonra topladıkları bu fonları geliri yüksek tahvillere yatıracaklardır. Mevduat faiz oranlarının yükselmesi bazı kişileri fonlarını daha fazla tasarruf bankalarına yatırmalarını teşvik edecektir. Mali aracılık daha yüksek kayacaktır. Türkiyede yasal banka dış mali aracı niteliğinde kurum almadığından boşluğu banker kuruluşları doldurmaktadır.

Halk parasını mali araçlar yöneltmek daha önce doğrudan tahvillere yatırdıkları fonları kullanacaklar böylece kendilerini daha likit duruma getireceklerdir. Ülkemizde banka ve banker kuruluşları rekabeti halkın fiziksel olarak tuttuğu, altın, arsa, konut v.b. mal varlıklarını paraya dönüştürerek banka ve banker kuruluşlarına yöneltmelerini teşvik etmektedir. Böylece mali araçlar vasıtasıyla tahvil talebinde net bir artış olmakta ve para balansları da nihai ödünç alıcı-harcayıcı ellere ulaşmaktadır.

Şimdi yukarıdaki süreci şekil (8) aracılığıyla açıklayalım. Mali araçlar kısıtlanıcı para politikasını kısmen aşağıdaki gibi dengeleyeceklerdir. Şekil (8) da 260 milyarlık para arzından ve tasarruf mevduatlarını örneğin % 15 lik faiz oranı seviyesini belirleyen para talebinden yola çıkalım. Birincil tahvillerin faiz oranı r dir. Sıkı para politikasıyla, Merkez Bankasının para arzını 200 milyara düşürdüğünü farzedelim. Bu durumda tahvillerin faiz oranı yükselecektir ve yatırımlar ve GSMH üzerinde bilinen etkiler hasıl olacaktır. Fakat piyasa faiz oranları r den r' ne yükselmeğe başlayacağından, mali araçlar uyguladıkları faiz oranlarını yükselteceklerdir (örneğin % 25 den % 30 ya çıkaracaklardır). Bu durumda halk para talebini azaltacak ve para talebi, şekil (8) de görüldüğü üzere, sola kayacaktır. Bunun sonucu olarak biricil tahvillerin faiz oranı r den r' değil, r'' ne yükselecektir. Bu durumda Merkez Bankası enflasyonu kontrol etmede güçlüklerle karşılaşacaktır. Çünkü banka dışı mali aracılığı ve para benzeri likidite yaratılmasını kontrol edemeyecektir.



Şekil-8-

Mali araçların davranışları kısmen sıkı para politikasının faiz oranları üzerindeki etkisini olması gereken seviyenin altında oluşmasına neden olarak azaltacaktır.

Özetlersek, Faiz oranları sıkı para politikası sonucu yükselmektedir. Fakat bu yükselme mali araçların olmaması durumundakine oranla daha az olmaktadır.

C — DEVLET KENDİ ÇIKARDIĞI TAHVİLLERE YÜKSEK FAİZİ ÖDERSE NE OLUR?

Sıkı para politikası esnasında piyasa faiz oranları rekor seviyesine yükselebilir. Fakat bu sırada beklenen mali aracılık hasıl olmayabilir. Mevduat faiz oranları devlet tahvilince faiz oranları kadar hızlı artmayabilir. Bu durumda tasarruf sahipleri fonlarını finansal araçlara kaydıracağına, bunların dışına yöneltebilir. Kişiler paralarını doğrudan doğruya şirket, mahalli idare ve devlet tahvillerine yatırabilir.

Finansal aracılık tasarruf sahiplerinin fonlarını finansal kurumlara yatırması, finansal kurumların da bu fonlara birincil

tahvil satın alarak değerlendirmesi finansal aracılık olarak tanımlanmaktadır. Tersine finansal aracılık durumunda yukarıdaki süreç tersine işlemektedir. Tasarruf sahipleri fonlarını mevduat hesabından çekmekte ve doğrudan doğruya birincil tahvil satın almaktadır. Örneğin devlet çıkaracağı yüksek faizli tahvillerle finansal piyasayı kontrol altına almaya çalışabilir.

Bu davranış araçları baskı altına almaktır. Kişilerin önemli para çekmeleri sonucu mali araçların kâr ve borçlarını ödeyebilirlik durumları zayıflayarak ve ödünç verme kabiliyetleri azalabilir. azalacaktır. Örneğin son aylarda devlet tahvillerine ödenen faiz % 28 yerine % 70 olsaydı ne olabilirdi?

Piyasa faiz oranları o kadar hızlı ve o kadar yükseğe çıkabilirki gerek iç gerekse dış nedenlerle mali araçlar mudilerine ödedikleri faiz oranını rekabet için yeteri kadar hızlı ve yukarıya götüremeyebilirler. Hayal kırıklığına uğrayan mudiler daha yüksek getiri getiren birincil tahvillere yönelebilirler.

Mali araçların devlet tahvillerine uygulanan faiz oranıyla rekabet edecek şekilde kendi faiz oranlarını ayarlamasını engelleyen iki neden vardır: İçsel olarak, finansal araçlar böyle bir politikaya mali gücü üretmeyebilir. Finansal araçların aktifleri genel olarak uzun vadeli. Çoğu da oldukça düşük hasılatla daha önce satın alınmıştır. Böylece ortalama hasılat oranı geçmiş tarafından önemli ölçüde ağırlıklandırılmıştır. Yeni yüksek getirili tahvillerin satın alımı toplam portfolyodaki tüm hasılatı çok az arttıracaktır. Öte yandan, eğer finansal araçlar kendi tasarruf cüzdanı mevduatı faiz oranlarını yeni para çekmek için yükseltirlerse, tüm mudilerin mevduatlarına bu yüksek faiz oranını ödemekten başka seçimleri olmayacaktır.

Bu yarışta bir diğer neden de dışsaldır. Belki bazı finansal araçlar (daha iyi yöneltilemler) daha yüksek faiz oranı uygulanmasına geçebilirler. Ancak burada karşılırlarına kamu otoritelerince konulacak sınırlamalar çıkabilir.

D — FİNANSAL ARACILARLA BANKALAR ARASINDAKİ FARK NEDİR?

Gurley-Shaw bankalarla diğer finansal araçlar arasındaki benzerliği vurgulamaktadır. Bir finansal kurum herhangi diğer

firmaya benzemektedir. Çıktı miktarı (hem mevduat hem ikrazat) geleneksel fiyat kuramındaki marjinal gelir marjinal masraf eşitliği koşulları tarafından belirlenecektir.

Ticari bankalar için faiz oranı çıktı seviyesinin belireyicisidir. Ticari bankalar tarafından arzedilen vadesiz mevduat seviyesini mevduat çoğaltanıyla karşılık oranının çarpımı vermektedir. Mevduat çarpanı yaklaşımı rezervlerdeki bir artışın daima ikraz edileceğini ve bunun rezervlerin istenilen seviyeye gelmesine kadar devam edeceğini farzetmektedir. Daha düşük bir kanuni karşılık oranı daha fazla vadesiz mevduat, daha fazla para rezervi daha fazla vadesiz mevduat demektir.

Mevduat çarpanı analizinin tasarruf kurumlarına uygulanamayacağı açıktır. Eğer uygulanırsa bu kurumların pasiflerinin seviyesi sonsuz olacaktır. Çünkü istenilen (kanuni) karşılık oranı sıfırdır ve birin sifıra bölümü sonsuzdur. O halde marjinal gelir-marjinal maliyet yaklaşımı banka dışı finansal kurumlar için doğrudur. Yani bu tıpkı ekonomideki herhangi bir firmanın en üst büyüklük sınırına olduğu gibi tasarruf bankasının büyüklüğüne de üst sınır getirmektedir. Bu durum niçin ticari bankalar için geçerli olmasın?

Ticari bankalarda mevduat çoğaltanının kullanımının yegâne doğrulanma durumu marjinal gelir-marjinal maliyet hesaplarının uygun olmadığı durumudur. Ticari bir bankanın marjinal gelirinin marjinal masrafını aştığı durumlarda, bankanın hiçbir aşırı rezerv kalmayınca kadar tüm rezervlerini ödünç verebileceğini hesap edebiliriz. Bu iki yasal düzenlemeden dolayı gerçektir: Vadesiz mevduatlara uygulanan faiz oranı ya sıfırdır ya da ülkemizde olduğu gibi çok düşüktür. Ve bankanın kanuni karşılıkları banka hiçbir şekilde faiz elde edemeyecek ve ya çok az bir faiz elde edecek şekilde tutulmaktadır (nakit olarak ve Merkez Bankasında mevduat olarak) İlki vadesiz mevduatların marjinal maliyetini azaltmaktadır. İkincisinde gelir yalnızca aktiflerin bir kısmından elde edilmektedir (eğer kanuni karşılık oranı % 15 ise % 85 üzerinden). Bankalar marjinal gelirleri marjinal masrafları seviyesine düşünceye kadar ödünçlerini ve mevduatlarını arttıracaktır. Bu durumda herbir ödünç verilen lira için kâr artacaktır. O halde niçin bankalar bunu yapmamaktadır? Çünkü bankalar kanuni karşılıklar oranı ve rezervlerin sabit hacmi tarafından zorlanmaktadır.

J. Tobin'e göre :

Vadesiz mevduatların belirlenmesiyle ilgili gerçek; temel mevduat çoğaltanı yaklaşımla marjinal gelir-marjinal maliyet yaklaşımı arasında bir yerde yatmaktadır. Unutmamak gerekir ki vadesiz mevduat seviyesi keza faiz oranlarının bir fonksiyonu olabilir. Örneğin banka ikrazlarının faiz oranı yükseldiğinde (marjinal gelir) ticari bankalar Merkez Bankasından rezerv ödünç almak isteyeceklerdir (mevzuatın izin vermesi ölçüsünde). Benzer şekilde, eğer faiz oranları önemli ölçüde düşerse, bankalar ödünç vererek herhangi riske maruz kalmaktansa aşırı rezerv bulundurmaya yoluna gidebilir.

O halde, vadesiz mevduat arzı temelde tasarruf mevduatlarına ve tasarruf ve ödünç paylarına benzemektedir. Gerçekten kredi çoğaltanı yaklaşımı çok basitleştirilmiştir. Vadesiz mevduatlar rezerv hacmi kadar faiz oranlarına da bağlıdır. Marjinal gelir-marjinal maliyet hesaplarını geçerli olması durumunda ticari bankaların diğer finansal araçlardan prensip olarak farklı olduğunu söylemek doğru olmayacaktır.

Ülkemizde henüz kredi çoğaltanı yaklaşımının da pek geçerli olmadığı buna karşılık marjinal gelir-marjinal maliyet yaklaşımı geçerli olduğu söylenebilir. Hal böyle olunca ülkemizdeki özel bankerlerle bunların rekabetinin araştırılması daha da ilginleşmektedir.

SONUÇ

Reel Para arzını azaltarak enflasyonla mücadele bir yandan ekonomideki toplam talebi azaltmayı amaçlarken öte yandan yüksek maliyetle çalışan işletmelerin produktivitelerini arttırarak daralan elbiseye kendilerini uydurmalarını yani para ihtiyaçlarını eskisine oranla azaltmalarını amaçlamaktadır. Veya hiç olmazsa kuramsal olarak beklenen tepkilerden birisi budur.

Böylece maliyetlerini azaltabilen produktivitelerini yükseltebilen firmalar kolayca dış piyasalarda rekabet olanaklarına kavuşacaklar ve üretimleri için gerekli döviz ve dış finansman imkanlarını kendileri sağlayacaklardır.

Ancak uygulama bu yönde gelişmektedir. Özellikle büyük firmalar ya bazılarını bizzat kurdukları banker kuruluşları yada başka bankerler aracılığıyla piyasaya yüksek faizli tahvil arze-

derek kendilerine fon sağlama yolunu yani ek faiz oranlarından yararlanma yolunu tercih etmektedir.

Banker kuruluşlarının uyguladıkları yüksek faiz (ekside azalma karşısında mevduat kaybı riskiyle karşılaşan bankalarda 1 Temmuz 1980 den sonra yüksek faiz politikasına başlamışlardır. Nihayet bu sürece % 28 faiz gerili tahvil çıkararak Devlette katılmıştır. En son olarak bankalar faiz oranlarını vadelelerine göre % 30 - 42 nin üzerine çıkarmak zorunda kalmışlardır.

Halihazırda uygulanan ve hesaplanması oldukça karmaşık durum arzeden faiz oranları kişi için aslında eksi faiz oranıdır. yani enflasyon oranının altındadır. Yapılan reklâmlar kitlelerin hafızalarında bir yüksek faiz aldanımı olgusu yaratmıştır. Böylece halkın büyük bir kısmı elindeki arsa, konut, altın gibi kıymetleri satarak banker, banka kuruluşlarına ve son olarak da devlet tahvillerine yatırmaya yönelmişlerdir. Halkın büyük bir kesiti enflasyonun kemirdiği ana parayla faiz getirisini kıyaslamamakta ve faiz cazibesine kapılmaktadır. Eğer enflasyon hızı düşürülemezse bu geniş halk kitlesinin tasarruflarının eridiğini anlamaları geç olmayacaktır. Tüm tasarrufların geri çekilme riskinin Türk ekonomisine yapacağı tahribatın önemi unutulmamalıdır.

Banka ve banka dışı mali araçların sürekli reklâmları sonucu para talebinde meydana gelen azalmalar ve piyasaya sunulan tasarrufların artması bir ölçüde uygulanan para politikasını etkisiz kılmakta ve enflasyonu arttırıcı nitelik kazanmaktadır. Böylece izlenen para politikası etkinliğini kaybetmektedir ve enflasyonu olumsuz yönde etkilemektedir.

Ayrıca ödünç verilebilir tasarruf arzının artması ve halkın para talebinin azalması eksi faiz oranlarının daha da ekmesine neden olmaktadır. Yani aslında faizi arttırıcı yönde etki yaptıkları zannedilen banka ve banka dışı mali araçlar faiz oranlarını daha fazla yükselmesine engel olmaktadır.

Genellikle yüksek oranlı enflasyon yaşayan ülkelerdeki insanları düşük oranlı enflasyon içindeki ülkelerde yaşayan insanlara göre daha süratle bilinçlenecekleri kabul edilir. O halde ülkemizde yaşanan yüksek oranlı enflasyonunu ana paralarını hızla erittiğini gören tasarruf sahipleri «faiz aldanımına» uğra-

dıklarına inanırlar ve bu inanç toplumda yaygınlaşırfa Türk finansman sistemi telafisi çok zor ciddi tehlikelerle karşılaşabilir.

Kaldı ki yaşanan enflasyonun çok altında oluşan bugünkü piyasa faiz oranları özellikle orta ve küçük firmalarca yüksek bulunmaktadır. Faiz oranları eksi olmasına rağmen bir maliyet unsuru olarak gösterilmeğe çalışılmaktadır. Bu özellik küçük işletmelerin finansman güçlüğünü vurgulamaktadır. Uygulanan para politikası Türk ekonomisindeki küçük ve orta işletmelerin yapılarında mevcut finansman hastalığının sü yüzüne çıkmasına neden olmuştur. Böylece Türk ekonomisine katkıları bazı büyük işletmelere orana daha fazla olan ancak boyutları bazı küçük firmaların piyasadan elenmeleri söz konusudur. Bu durumda üretim azalabilir ve enflasyon hızı daha da artabilir.

Türk ekonomisinde yaşanan açmazların çözümünü global para politikalarıyla değil, sektör sektör, bölge bölge, kurum kurum evanter çıkartarak ve fayda-maliyet analizleri yaparak çözmek asıl amaç olmalıdır. Para politikası enflasyonla mücadelede başarılı olabilir. Ancak enflasyonun yapısal nedenlerine çözüm getirilmedkçe kesin tedavi söz konusu olamayacaktır.