

PORTFÖY KURAMI ÇERÇEVESİNDE KAMU FİNANSMAN ARAÇLARININ ETKİSİ

Dr.Sezai TEMELLİ*

1.GİRİŞ

Finansal piyasalar olarak adlandırılan ve kısaca iki alt piyasada toplanan para ve sermaye piyasalarının toplam talep üzerindeki etkileri ile bu piyasalarda meydana gelen değişimlerin toplam talepte yaratacağı etkiler, makro ekonomik süreç ile mikro ekonomik süreçlerin karşılıklı etkileşimi olarak tanımlanabilir. Finansal piyasaların şekillenmesi, bu piyasada rol alan ekonomik birimlerin davranışlarına göre oluşur. Finansal piyasalarda varolan portföy dağılımı, belli bir dönemde toplam talebin yapısını belirlerken, finansal piyasalarda rol alan ekonomik birimlerin talep ve arz yapılarında meydana gelen değişimler sonucu diğer piyasaların da değişimlerine bağlı olarak toplam talep değişime uğrayacaktır.²

Toplam talep üzerinde en büyük etkiyi, devletin ekonomik davranışları yaratacağıdır. Makro değişkenlerin bir çoğunda olduğu gibi, finansal piyasalar içindeki devinimlere göre şekillenen makro değişkenler de, devletin ekonomik tasarruflarına bağlı olarak belirlenecek veya büyük ölçüde etkilenecektir.³ Devletin bu

türden büyük etki yaratmasında hukuksal düzenlemelerin doğal olarak etkisi olduğu gibi, bunun yanı sıra siyasal müdahalelerinin de piyasalar üzerinde etkileri olacaktır.

Devletin finansal piyasalarla ilişkisi, finansman gereksinimine göre sınırları çizilen bir ilişkiyi tanımlamaktadır. Aslında, devletin kamusal işlevi gereği yalnızca finansman gereksinimi ile sınırlanmayacak işlevsel yükümlülükleri de vardır. Örneğin, istikrar sağlayıcı politika araçlarını kullanması, büyümenin finansmanını sağlamaya yönelik müdahaleleri veya döviz dengelerine bağlı olarak gerçekleştirdiği müdahaleleri de finansal piyasalarla ilişkiye girmesini zorunlu kılar. Kamu harcamalarının finansmanı vergi ve vergi benzeri ödemelerle karşılanamıyorsa, finansman açığı yurtiçi finansal piyasalardan veya yurtdışı kaynaklardan sağlanacaktır. Bütçe açıklatının kapatılması amacıyla devletin finansal piyasalardan kaynak talep etmesi herhangi bir ekonomik birimin davranışı ile özdeşleşmez. Devletin piyasalar üzerinde yaptırım gücü olmasının ötesinde, ekonomik güç olarak sahip olduğu büyüklük, piyasalardaki fiyat, talep yapısı ve bunlara bağlı olarak getiri-risk düzlemi, kamunun kendi optimal çözümüne uygun olarak yeniden belirlenecektir.⁴ Piyasanın bu türden bir etkiye karşı tepki geliştirme olanağı kısıtlıdır ya da yok denecek kadar azdır.

Devletin finansal piyasalara müdahalesi, para politikası veya maliye politikası araçlarının kullanımı ile gerçekleşmektedir.⁵ Bu politikaların uygulanmasında birinci amaç, kamu finansman gereksinimini karşılamak olmakla birlikte, bu politikaların yaşama geçmesi, tüm piyasaları ve tüm ekonomik birimleri etkileyecektir. Makro ekonomik değişkenlerin yukarıdan değişime uğratılması, mikro değişimleri de beraberinde getirecek ve bu süreç yeniden şekillenen mikro davranışların yeniden makro değişimleri etkilemesiyle tamamlanacaktır. Devletin müdahalesi yalnızca finansman gereksiniminin giderilmesi ile sınırlı kalmayıp, toplam talepte yaratacağı değişimlerin etkileşim sürecini de başlatacağıdır.⁶

Konu basit IS/LM modeli çerçevesinde özetlenirse; maliye politikalarının toplam talep üzerindeki etkileri mal piyasası dengesini

* I.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi, Maliye Bölümü.

¹Chen, N.F., "Financial Investment Opportunities and the Macroeconomy", *Journal of Finance*, 1991, 46, (2), s:529-30; Sussman, O., "Macroeconomic Effects of a Tax on Bond Interest Rates", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1991, 22, (3), s:354.

² Poon, S. & Taylor, S.J., "Macroeconomic Factors and the U.K. Stock Market", *Journal of Business, Finance and Accounting*, 1991, 18, (5), s:619-20

³Chen, N.F., a.g.m., s:529-553.

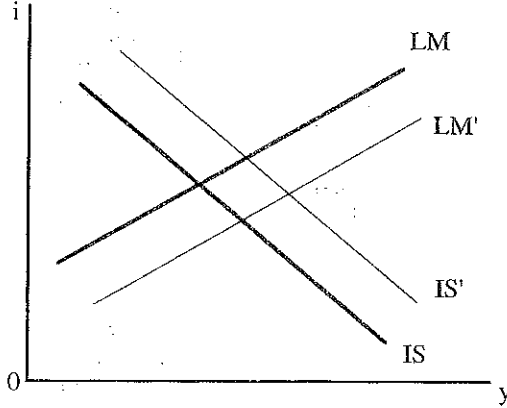
⁴Turnovsky, S.J., "Alternative Forms of Government Expenditure Financing: A Comparative Welfare Analysis", *Economica*, 1991, 59, s:235-52.

⁵Velthoven, B.C.J. & Winden, A.A.M., "A Behavioral Model of Government Budget Deficit", *Public Finance*, 1990, 45, (1), s:129.

⁶Velthoven, B.C.J. & Winden, A.A.M., a.g.m., s:131.

gösteren IS'teki değişimle, para politikalarının etkileri de para piyasasında dengeyi gösteren LM'deki değişimle açıklanabilir. Aşağıdaki şekilde de gösterildiği gibi, artan kamu harcamalarının finansmanı vergi dışı kaynaklarla sağlandığı zaman, IS ve LM'deki değişim, ulusal gelir düzeyi ile faiz hadlerinin yeni konumlarını belirleyecektir.

Şekil 1



Basit indirgenmiş IS/LM modelinde, iki makro değişkenin, faiz haddi ve ulusal gelirin toplam etkileşimi gösterilmektedir. Maliye politikası etkisiyle IS doğrusu IS' konumuna dönüşürken, para politikası etkisiyle de LM doğrusu da LM' konumuna dönüşmüştür. Bu dönüşüm makro etkilerin dışında, özellikle finansal piyasalar aracılığıyla, ekonomik birimleri mikro kararlar açısından etkileyecektir. Tekil ekonomik birimlerin tüketim ve tüketim dışı kalan getirilerinden oluşan refah fonksiyonu, makro değişimlerin etkisiyle yeniden şekillenecektir.⁷ Genişleyen ulusal gelir, değişen faiz hadleri ve bunların bir uzantısı olarak toplam talep - toplam arz düzleminde belirlenecek fiyatlar genel düzeyi, ekonomik birimlerin refahını yeniden şekillendirir. Bu belirleme süreci, portföy çerçevesinde ele alındığında, tekil ekonomik birimlerin portföy yapılarının yeniden şekillenmesi anlamına gelecektir.⁸ Portföylere bağlı olarak yeniden şekillenen makro değişimler ise toplam talep üzerinde ikinci bir etkiyi oluşturur. Burada, süreçlerin kesikli ve statik bir yöntemle ele alınmasına karşın, süreçler dinamik ve içiçe geçen bir yapıya sahip olduğundan, etkileşimin eşanlı ve karşılıklı olduğunu düşünmek doğal olarak daha anlamlıdır.

⁷Stevenson, A., and et al., *Macroeconomic Theory and Stabilization Policy*, Oxford, 1988, Philip Alan Pub.Ltd., s:139.

⁸Smirlock, M. & Yawitz, J., "Asset Returns, Discount Rate Changes and Market Efficiency", *The Journal of Finance*, 1985, 40, (4), s:1141-42.

2. BÜTÇE KISITI

Bütçe kısıtı, kamu harcamalarının finansmanının şekillenmesini açıklar. Artan kamu harcamaları nasıl finanse edilecektir? Finansal tercihler iki alması altında sınırlandırılırsa: Birinci alması, vergili finansmandır ve ikinci alması da vergi dışı finansman şeklinde olup iki alt seçenekten oluşur. Bu alt seçenekler, parasal genişlemeyle finansman ve borçlanma ile finansman olarak adlandırılır.⁹ Denk bütçe politikasına bağlı kalınarak oluşturulan bir harcama politikasında, bütçe kısıtı vergi gelirlerindeki artışla sınırlandırılacağından, artan kamu harcamaları artan vergilerle finanse edilir.

$$\Delta G = \Delta T$$

Yukarıdaki eşitlik, artan kamu harcamalarının (G) vergi (T) artışıyla karşılandığını gösterir. Vergi artışının kısa vadeli etkileri, portföy üzerinde yaratacağı etkileşim açısından çok belirgin değildir.¹⁰ Bunun en temel nedeni, vergi politikalarının başlangıç dönemi açısından veri kabul edilmesinden kaynaklanır. Belirli bir vergi politikasına göre, ekonomik birim elindeki kaynağı finansal varlıklar arasında dağıtırken, vergiyi bir maliyet unsuru olarak hesaplamalarına katacaktır. Verginin yaratacağı maliyet etkisine göre finansal varlıkların getirileri değişeceği için, portföyün başlangıç belirlemesi vergi sonrası getiri karşılaştırmasına bağlı olarak şekillenir.¹¹ Tüm finansal varlıklar üzerinde doğal olarak verginin negatif etkisi söz konusu olacaktır. Burada yatırımcı için önemli olan, finansal varlıklar arasında farklı vergi ağırlıklarının dikkate alınmasıdır.¹² Vergi yükü fazla olan finansal varlıkların portföy içinde ağırlığı azalırken, vergi dışı bırakılan veya daha az vergilendirilen finansal varlıklar portföy içinde daha fazla ağırlığa sahip olacaktır.¹³

⁹Stein, J.L., *Monetarist, Keynesian & New Classical Economics*, New York, 1982, New York University Press, s:40.

¹⁰McDevitt, C.L., "The Role of the Nominal Tax System in The Common Stock Returns / Expected Inflation Relationship", *Journal of Monetary Economics*, 1989, 24, s:93-94.

¹¹Feldstein, M., "Personal Taxation and Portfolio Composition: An Econometric Analysis", *Econometrica*, 1976, 44, (4), s:631.

¹²Bierwag, G.O. & Grove, M.A., "Portfolio Selection and Taxation", *Oxford Economic Papers*, 1967, 2, s:215.

¹³Özellikle portföy oluşumunda verginin yaratacağı ilave maliyetler, portföy içi dağılımı etkiler ve bu etkileşim portföyde yer alan finansal varlıkların piyasa taleplerini de değiştirir. Bkz: Chen, S.N., a.g.m., s:6-7.

Eğer bütçe denklığı sağlanamamış ise;

$$\Delta G - \Delta T > 0$$

eşitsizliği geçerli olacaktır. Bu eşitsizlik, bütçe açığını tanımlar ve finansman dengesinin sağlanması için vergi dışı finansal araçlara gereksinim duyulacaktır. Yeniden bütçe kısıtını yazarsak;

$$\Delta G - \Delta T = \Delta M + \Delta B$$

haline gelecektir. M parasal genişlemeyi, B iç borçlanmayı tanımlamaktadır. Bütçe açığı ya parasal genişlemeyle, ya da iç borçlanmayla veya her ikisinin bileşimiyle giderilecektir. Eğer bir dönem önce iç borçlanma söz konusu ise, bu kez bütçe kısıtı iç borç faiz ödemelerini de kapsayacak şekilde yeniden yazılabilir:

$$\Delta G + \Delta B_i - \Delta T = \Delta M + \Delta B$$

Fonksiyonel ilişki açısından, açık bütçe toplam talep üzerinde genişletici etki yaratacaktır. Eşitliğin sağ tarafında genişleyen toplam talebin finansal dağılımını, başka bir söyleyişle toplam servetin dağılımını yeniden şekillendirecektir.¹⁴ Bu şekillendirme toplam portföy dağılımı aracılığı ile gerçekleşecektir.¹⁵ Etkileri açısından eşitliğin sağ tarafındaki değişkenler farklılık yaratacaktır, fakat artan kamu harcamalarının toplam servete pozitif yönde etkisi söz konusu olacaktır. Servet etkisiyle toplam talebin yeniden genişlemesi portföy bileşimi üzerinde en önemli etkiyi sağlayacaktır.

3. PORTFÖY ANALİZİ

Finansal piyasalarda yeralan varlıkları üç tür olarak belirleyebiliriz. Bu üç varlık para, tahvil ve hisse senedi olup, toplam servetin unsurlarını oluşturmaktadır. Bu indirgenmiş biçim, finansal varlıkların büyük bir kısmını kapsar. Burada, hem bu üç varlıktan oluşmuş makro düzeydeki portföy yapısı ele alınırken, hem de devletin finansal piyasalara müdahalesi sonucu bu varlıkların nasıl etkilendiği de gösterilebilir. Bu toplam, tekil ekonomik birimlerin portföylerinin bir toplamı olarak karşımıza çıkmaktadır ve devletin yaptırımlarıyla portföy yapılarının değişimi, toplam talepte meydana gelen değişime bağlı kalarak, IS/LM modeli de bu etkileşimin bir sonucunu yansıtır.

Analiz, reel analiz olarak ele alınmakta, tüm değişkenler reel değerleriyle portföy içinde

yer almaktadır. Toplam reel servet W ile gösterilirse;

$$W = M + B + K$$

eşitliği, para, tahvil ve hisse senedi toplamını verecektir. M parayı, B tahvili ve K da hisse senetleri toplamını göstermektedir. Finansal varlık türlerinin bu üç başlıkta toplanması, finansal piyasalarda fon arz edenlerle fon talep edenlerin bu üç alışıkalı kalıbına bağlı bir davranış göstermesiyle açıklanabilir. Bu üç varlığın portföy içindeki ağırlıkları, getiri ve risk düzeylerine bağlı olacaktır. Tekil ekonomik birimlerin portföy tercihleri, bu üç varlığın makro düzeyde dağılımını ve buna bağlı olarak getirilerini şekillendirir. Finansal kesimde bu şekilde belirlenen toplam servet, diğer kesimlerdeki değişimler sonucu oluşmuştur. Toplam talebi oluşturan unsurların büyüklüğüne bağlı olarak belirlenen portföy, doğal olarak toplam talebi oluşturan değişkenlerdeki bir değişimden de etkilenecek ve yeniden şekillenecektir.

Daha önce de belirtildiği gibi, makro değişkenleri etkileyen en önemli ekonomik birim devlettir. Devletin finansman politikasına bağlı olarak toplam talebin değişime uğraması, toplam servetin hem büyüklüğünü hem de yapısını değiştirir.¹⁶ M değişkeni para piyasasında ve buna bağlı olarak kredi piyasasında, B ve K değişkeni de sermaye piyasasında belirlenir. Para ve sermaye piyasaları arasında fon hareketleri faiz oranına bağlı olarak yönlenecektir. Sermaye piyasası içinde tahvil ve hisse senedi arasındaki paylaşım da, bu varlıkların getirilerine göre belirlenir. Bu üç finansal varlığın birbirleriyle ikame edilebilirliğini kabul edersek, her finansal varlık kendi getirileriyle pozitif bir fonksiyonel ilişki kurarken, diğer varlıkların getirileriyle negatif fonksiyonel ilişkiye sahip olacaktır. Bu üç varlığın fonksiyonel kalıplarını şu şekilde gösterebiliriz:

$$M = f(r_b, r_k, y) \\ M_{r_b} < 0, M_{r_k} < 0, M_y > 0$$

$$B = f(r_b, r_k, y) \\ B_{r_b} > 0, B_{r_k} < 0, B_y < 0$$

$$K = f(r_b, r_k) \\ K_{r_b} < 0, K_{r_k} > 0$$

$$M/W + B/W + K/W = 1$$

¹⁴Stein, J.L., a.g.y., s:42.

¹⁵Buiter, W.H. & Kletzer, K.M., "Who's Afraid of the Public Debt?", *American Economic Review*, 1992, 82, (2), s:291.

¹⁶Hancock, D.G., "Fiscal Policy, Monetary Policy and the Efficiency of the Stock Market", *Economic Letters*, 1989, 31, (2), s:65.

İlk üç fonksiyon finansal varlıkların talep fonksiyonlarıdır ve denklemlerin sağında yer alan değişimler birinci türevleri göstermektedir.¹⁷ Dördüncü sırada yazılan özdeşlik toplam portföyün oransal dağılımını vermektedir. r_b tahvil getirisini, r_k hisse senetlerinin getirisini, y ise ulusal gelir düzeyini göstermektedir. Ulusal gelirdeki bir artış para talebini artırırken, tahvil ve hisse senedi getirilerindeki bir artış para talebini düşürecektir. Tahvil talebi işe tahvil getirilerinde bir artış olduğunda artacak, diğer değişkenlerin getirilerinde bir artış olduğunda düşecektir. Aynı hipotez hisse senedi getirileri için de geçerli olacaktır. Burada belirlenen getiri düzeyleri bu piyasalarda belirlenen denge getiri düzeyleridir. Toplam değerler üzerindeki bu çıkarsama, tekil ekonomik birimlerin davranışlarına ilişkin varsayımların bir yansımasıdır. Tekil portföylerden toplama ulaşıldığında, finansal varlıkların toplam servetteki payları, bu finansal varlıkların tercih yapılarını, diğer bir söyleyişle talep dağılımını gösterecektir.

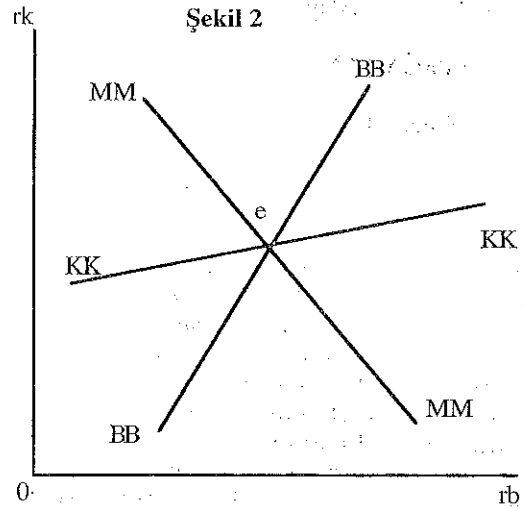
Faiz haddinin gösterge fiyat olarak kabul edilmesi varsayımının gerekçesi, piyasada belirlenen cari faiz oranının, fonların kredi piyasasına mı, yoksa sermaye piyasasına mı yönleneceği sürecini belirlemesidir.¹⁸ Cari faiz haddi, diğer varlıkların getirileri ile karşılaştırma yapan ekonomik birimin tercihini belirleyecektir. IS/LM modeli çerçevesinde belirlenen faiz haddi, mal piyasasındaki gelişmeye bağlı olarak şekillenir ve bu etki fonksiyonda yer alan y değişkeni ile tanımlanmıştır. Genişleyen mal piyasası para talebini artırırken, faiz hadlerini de yukarı çekecektir. Faiz hadlerinin yükselmesi, faize bağlı para talebini de artıracığından, diğer varlıkların çözülerek para piyasası araçlarına yönelmesini gerçekleştirir. Ayrıca paranın risksiz bir finansman aracı olması, getiri artışına bağlı olarak portföyün M ağırlıklı oluşmasını sağlayacaktır.¹⁹

Tahvilin getirisi cari faiz haddinin üzerinde gerçekleşirse, bu kez fonlar tahvil piyasasına yönelir ve tahvil talebi artar. Bu görelî değişim, tahvil talebinin artmasını sağlarken, borçlanma yoluyla finansmanı da daha cazip hale getirir. Bunun sonucunda tahvil arzı da artacaktır. Hisse senedinin portföy içinde ağırlık kazanması, bu varlığın getirisini belirleyen sermaye kazancı ve kar payındaki artışa bağlı olarak gelişir. Böyle bir gelişim, yatırım finansmanında, borç sermayesi yerine, öz kaynak kullanımını ön plana çıkaracaktır.

Portföy bileşimi, görüldüğü üzere bir tarafta portföy sahiplerinin servet dağılımına göre, diğer tarafta yatırım finansmanı amaçlıları arasındaki tercihe göre belirlenir. Fon arz ve talebi, portföy çerçevesinde denge düzeylerini oluştururken, toplamda portföy dengesini belirler.

3.1. PORTFÖY DENGESİ

Yukarıda anlatılan fonksiyonel tanıma uygun olarak portföy dengesi, şekil yardımıyla anlatılabilir. Aşağıdaki şekilde, üç finansal varlığın denge düzeylerinin gösterildiği doğrular yardımıyla portföy dengesinin oluşumu ortaya konmaktadır. MM para piyasasındaki dengeyi, BB tahvil piyasasındaki dengeyi ve KK hisse senedi piyasasındaki dengeyi gösteren doğrulardır. Sistemin çalışması IS/LM modelinde olduğu gibi eşanlı piyasalardaki dengelerin tümel dengeyi oluşturması şeklindedir. e noktası portföy dengesini vermektedir. Dik eksen hisse senedi getirisini, yatay eksen de tahvil getirisini tanımlamaktadır. MM doğrusu para arz ve talebinin dengede olduğu durumları göstermekte ve bu ikili düzlemde veri girdi kabul edilerek, diğer iki değişkenin eksenlere göre dengeleri belirlenmektedir.²⁰ İkili denge sağlanmışsa, üçüncü değişkende, portföy dağılımına bağlı olarak dengeye gelir ve bu denge istikrarlı denge olarak kabul edilir.



MM doğrusu negatif eğimlidir, çünkü, r_k ve r_b arasındaki tam ikame edilebilirliğe bağlı olarak, portföy içi dağılımda, toplam servetin para dışındaki diğer iki varlık arasındaki dağılımı ters fonksiyonel ilişkiye sahiptir. Hisse senedi veya tahvil getirilerinde bir artış olması paradan uzaklaşmayı sağlar veya bunların getirilerindeki

¹⁷Stevenson, A., and et.al., a.g.y., s:155.

¹⁸Smirlock, M. & Yawitz, J., a.g.m., s:1147.

¹⁹Thomas, L.R., "Portfolio Theory and Currency Substitution", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1985, 17, (3), s:349.

²⁰Stevenson, A., and et.al., a.g.y., s:160.

bir düşüş paraya olan talebi artırır. Ters fonksiyonel ilişki para ve sermaye piyasası arasındaki ilişkiyi belirlemektedir. Para piyasası ile sermaye piyasası arasındaki dağılım bir kez belirlenmişse, para piyasasından sermaye piyasasına yönelen yeni kaynak, birbirine alternatif iki varlıkla portföyü oluşturacaktır.²¹ Diğer iki doğru pozitif eğimlidir. BB'nin eğiminin daha dik olması, r_b eksenine göre KK'ya karşı daha az esnek olmasından kaynaklanmaktadır.

Dengeden uzaklaşma ve yeniden dengeye gelme süreci veya dengenin farklı bir bileşimle kurulması, tekil ekonomik birimlerin servetlerindeki değişime bağlı olarak gerçekleşecektir. Piyasada yeniden oluşan portföy talepleri, finansal varlıklara olan talepleri de yeniden belirler. Ekonomik birimin portföy yapısını değiştirmeye kararlı, toplam talepte meydana gelen değişimlere bağlı olacaktır. Toplam talepte meydana gelen değişimler çoğunlukla finansal piyasalardan kaynaklanıyorsa, burada kamusal müdahalelerin büyük etkisi görülmektedir. Devletin artan kamu harcamalarını vergi dışı kaynaklarla gidermeye yönelmesi sonucu finansal piyasalara müdahale etmesi, portföy yapılarını değiştirecektir.

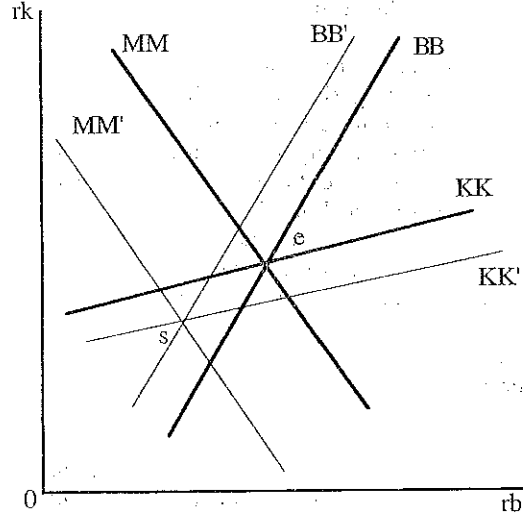
Devlet finansman gereksinimini, Merkez Bankası kaynaklarıyla veya iç borçlanma yoluyla gidermeye çalışırken, piyasalara yapmış olduğu müdahale sonucu portföy dengesi değişir. Bu müdahale, hem getiri oranlarını farklılaştırarak, hem de risk yapısını değiştirerek gerçekleşir. Hisse senedi piyasasına müdahale etmese bile, diğer piyasalardaki değişim bu piyasayı da etkileyecektir.

3.1.1. Parasal Genişleme ve Portföy Dengesi

Kamu harcamalarının para arzındaki artışla karşılandığı bir durumda portföy dengesi MM doğrusunun sola kayması sonucu değişecektir. Para arzındaki genişlemeye bağlı olarak, IS/LM modeli çerçevesinde faiz hadlerinde bir düşüş gerçekleşir. Düşen faizler sonucunda, portföy içi dağılım, para dışındaki servet unsurları olan tahvil ve hisse senedi ağırlıklı hale gelecektir.²² Parasal genişlemenin yaratmış olduğu servet artışı, tahvil talebini ve hisse senedi talebini artıracaktır. Bu talebe karşılık, düşen faizlerin etkisi ile tahvil arzı ve hisse senedi arzı artar. Talep ve arzda meydana gelen bu değişiklikler para piyasası ile sermaye

piyasası arasındaki fon transferinden kaynaklanmaktadır. Para piyasasında faizlerin düşmesi, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden birimler için bir sinyaldir ve bu sinyale bağlı olarak daha düşük getirili finansal varlıklar ihraç edilir. Sonuçta, hem tahvilin getirisi hem de hisse senedi getirisi parasal genişlemeye bağlı olarak düşer.

Şekil 3



Portföyün yeni dengesi şekil 3'de s noktasında belirlenir. Parasal genişleme sonucu MM doğrusu sola kayarken, tahvil ve hisse senedinin işlem miktarları artmıştır. s noktasında tahvilin ve hisse senedinin getirileri, e noktasına göre daha düşük düzeydedir. Genişleyen para arzı, faiz hadlerini aşağıya çekeceğinden, sermaye piyasasında işlem gören finansal varlıkların da getirileri görece olarak düşecektir. Diğer bir anlatımla, para arzının artması sonucunda servet miktarında bir artış söz konusu olacaktır. Artan servet tahvil ve hisse senedi talebini artırır. Veri finansal varlık durumunda artan talep finansal varlıkların fiyatını artıracığından, hem r_b hem de r_k düşer.²³ Bu düşüş aynı zamanda para ve sermaye piyasası arasında getiriler açısından bir dengeye geliş sürecini de yaratır ve faiz oranlarındaki bu düşüş beraberinde toplam talepte yükselme yaratır. Düşen r_b ve r_k yatırım finansmanı için de daha düşük maliyetli sermaye olanağı yaratacaktır.

Burada oluşan servet etkisi, parasal genişlemeye bağlı olarak ortaya çıkan etkidir. Sonuçta, toplam talebin genişlemesinin yanısıra yeni portföy bileşiminde sermaye piyasası varlıklarının daha ağırlıkta olacağı söylenebilir.

²¹ Hancock, D.G., a.g.m., s:67.

²² Darrat, A.F., "Stock Returns, Money and Fiscal Deficit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1990, 25, (3), s:387.

²³ Gupta, D., "The Portfolio Balance Theory of the Expected Rate of Change of Price", *Review of Economic Studies*, 1970, 37, s:187.

Tahvile hisse senedi arasındaki paylaşım, ekonomik birimlerin tercihlerine göre belirlenir.

3.1.1.a. Maliye Politikası Etkisi

Para finansmanlı maliye politikası, artan kamu harcamalarının parasal genişlemeyle finanse edilmesidir.²⁴ Parasal genişlemenin toplam talep üzerindeki etkisi genişletici bir etkidir. Hem ulusal gelir artar, hem de faiz oranları düşer. Bu değişimlerin boyutu da paranın gelir ve faiz esnekliğine göre belirlenir.

Parasal genişleme sonucunda, faiz oranları, tahvil getirileri ve hisse senedi getirileri düşecektir. Bu düşüş faiz oranlarının aşağıya çekilmesi amacıyla tutarlıdır. Artan para arzı faizleri düşürür ve düşen faizler sonucunda tahvile ve hisse senedine olan talep artacaktır. Artan talep, finansal varlıkların fiyatlarını da artıracaktır. Buradaki ilişki, artan talep sermaye piyasası varlıklarının fiyatını artıracak, artan fiyatlar aynı getiri düzeyinde daha az getiri oranına karşılık gelecek şekildedir. Düşen faizlerle birlikte böyle bir etkinin ortaya çıkması tutarlı bir oluşumdur. Parasal genişlemeyle birlikte ortaya çıkan parasal servet para piyasasından sermaye piyasasına kanalize olacağından, sermaye piyasasında ortaya çıkan bu talep portföy bileşimini de bu yönde etkiler. Finansal varlıkların getiri oranlarının düşmesi, fiyatlarının yeni talep sonucu artmasına bağlı olarak gelişir. Bu genişletici bir etki yaratacaktır. Fonların sermaye piyasasına yönelmesi, bu fonlara talep yaratan yatırımcılar için yatırılabilir fon halindedir ve yatırım artışı sağlayacaktır.²⁵ Para arzının artmasıyla birlikte yatırımların artma eğilimi göstermesi portföy dağılımının bu değişimine bağlı olarak gelişir.

Yukarıda anlatılan bu süreç, maliye politikası amacına uygundur. Para finansmanlı maliye politikasının tercih edilmesi, finansal itme (crowding - out) etkisinin oluşmaması amacına da yöneliktir. Özel sektörün finansman gereksinimini sermaye piyasasından sağlaması bu sayede gerçekleşecek, artan yatırımlar genişletici etki yaratacaktır. Burada bir başka etki de söz konusu olacaktır. Bu etki fiyatlardaki gelişmeye bağlı olarak ortaya çıkacaktır.²⁶ Eğer üretim artmıyorsa veya üretim artışına uygun

bir artışın üzerinde bir parasal genişleme söz konusu ise, parasal genişlemenin yaratacağı enflasyonist etki ile fiyatlar genel düzeyi yükseltecektir. Fiyatlardaki yükselme, reel servet birikimi üzerinde olumsuz bir etki yaratacaktır. Tahvil ve hisse senedi ağırlıklı portföy oluşturan ekonomik birim, eğer artan fiyatlar karşısında reel bir kayba uğruyorsa, portföy bileşimini finansal varlık yerine mal veya gayri menkul ağırlıklı bir tüketim sepetine çevirebilir. Yükselen fiyatların satınalma gücündeki olumsuz etkisini gidermek amacıyla cari dönem tüketiminin artırılması, enflasyonist beklentilerden kaynaklanacaktır. Bu durumda, sermaye piyasasından çekilen fonlar tüketime yönelecektir. Tüketime gitmeyen fonlar ise, döviz, altın veya gayri menkule yönelebilir. Bu anlamda, yatırılabilir fonlarda bir azalma söz konusu olabilir. Enflasyonist süreç yaşanırken yatırımların azalması stagflasyonist süreci başlatacaktır.

Parasal genişlemeyle ortaya çıkan yukarıdaki etki bir süre sonra toplam tüketimde daralmaya da yol açabilir. Fiyatların artmaya devam etmesi beraberinde mal sepetlerinde de bir daralma yaratacaktır. Eksik tüketim etkisi dediğimiz bu olgu, karlılık oranlarını da hızla düşürür ve bu türden bir gelişme, piyasalar açısından bir daralma ve beraberinde de bir kriz yaratır.

3.1.2. Tahvil Artışı ve Portföy Dengesi

Kamu finansman açıklarının sermaye piyasasından iç borçlanma yoluyla giderilmeye çalışılması, devletin tahvil arzı aracılığıyla fonları kamuya çekmesidir. Böyle bir davranışın birinci etkisi, kamu harcamaları sonucu genişleyen toplam talep, servet etkisi ile bir kez daha genişlerken, ortaya çıkacak olan servet artışının kaynağı devlet tahvilleri olacağından, portföy bileşimi tahvil ağırlıklı hale gelecektir. Şekille gösterilirse: Tahvil arzının artması sonucu, şekil 4'de BB' konumuna kaymıştır. Yeni denge noktası s, e noktasına göre tahvilin getirisinin arttığını göstermektedir.²⁷ Tahvilin getirisinin artması doğaldır. Parasal genişleme olmaksızın sermaye piyasasında ihraç edilen yeni varlıklara talep yaratılabilmesi ancak yüksek getiriye bağlı olarak gerçekleşecektir. Buna karşılık, toplam servetin devlet tahviline yönelmesi, para talebinde de bir artış yaratmış ve MM doğrusu da MM' konumuna kaymıştır. Para talebinin artması, faizlerde bir yükselmeyi gerçekleştirecektir.

Tahvil arzının artması ve tahvil fiyatının düşmesi, tahvile olan talebi de

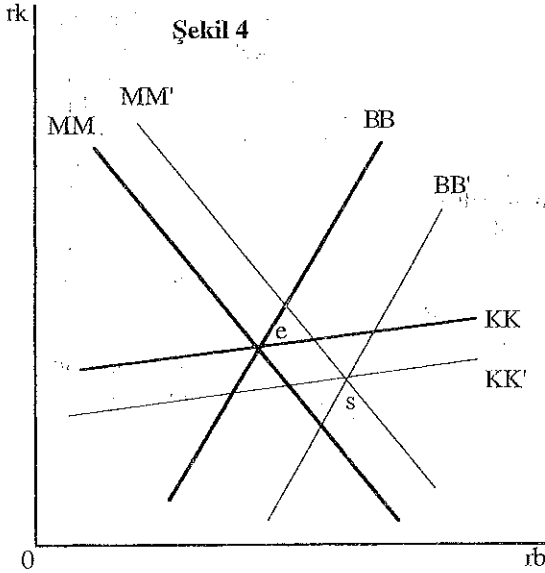
²⁴Kearney, C. & MacDonald, R., "Public Sector Borrowing, The Money Supply and Interest Rates", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 1985, 47, (3), s:249.

²⁵Kearney, C. & MacDonald, R., a.g.m., s:250.

²⁶Barro, R., "Futures Markets and the Fluctuations in Inflation, Monetary Growth, and Asset Returns", *Journal of Business*, 1986, 59, (2), s:22.

²⁷Stevenson, A., and et.al., a.g.y., s:161.

artıracaktır. Talep artışında, tahvilin getirisinin de yükselmesi gerekli koşuldur. Gösterge fiyat olan faizlerin yükselmesi ile birlikte, görece olarak tahvilin getirisi de yükselecektir. Finansman politikası olarak devletin tahvil yoluyla iç borçlanmaya yönelmesi, tahvilin portföy içinde tercih edilebilir bir araç olma özelliğine bağlıdır.²⁸ Bu da yüksek getiri ile gerçekleşecektir ve yaratılan bu yüksek getiri yapay bir oluşumun sonucudur. Burada, tahvil getirisi ve faizlerdeki yükselmenin fonksiyonel ilişkisi, basit IS/LM analizi çerçevesinde, servet etkisine bağlı olarak faizlerin artışı ile açıklanmaktadır. Önce borçlanmaya bağlı olarak toplam talep genişlemiş, borçlanma nedeniyle ortaya çıkan servet etkisiyle toplam talep bir kez daha genişlerken parasal genişleme söz konusu olmadığından, artan para talebi faiz oranlarını yükseltmiştir. Portföy kuramına göre bu ilişki daha karmaşık bir süreçte sahiptir. Servet etkisi sonucu piyasada ortaya çıkan etki geçerli olmakla birlikte, tahvilin getirisinin faiz hadlerinin üzerinde seyretmesi, portföy içi dağılımın tahvil ağırlıklı bir yapıya dönüşmesi açısından finansal bir stratejidir.²⁹ Para talebindeki genişlemeye bağlı olarak faiz hadleri doğal olarak yükselecektir, fakat bu yükselme para piyasası içindeki hareketleri düzenlerken, fonların sermaye piyasasına yönelmesi tahvil getirilerinin artmasına bağlı olacaktır. Tahvil getirilerindeki artış bir kez daha faizleri yukarı çekecek ve bu etkileşim yeni portföy dengesinin oluşumuna kadar sürecektir.



İkinci bir etki de, portföy dağılımında tahvilin ağırlık kazanması, tam ikame edilebilir özelliğe sahip olan hisse senetlerinin ağırlığını

azaltacaktır. Hisse senetlerine bağlı olan fonların çözülüp tahvile yönelmesi, hisse senetlerinin getirilerini düşürecektir ve buna bağlı olarak öz kaynağa dayalı olarak gelişen yatırım tercihi negatif yönde etkilenecektir. Yatırımlardaki bu azalma, yatırılabılır fonların devlete fon olarak akması olarak da açıklanabilir. Yatırımların karlılığı görece olarak tahvil getirilerinin altına indiğinden, fonların yatırımlara kanalize olması yerine borç verilebilir hale gelmesi söz konusu olur.

Bir başka ilişki de, portföy içinde genişleyen tahvilin kendi iç yapısında devlet tahvili ağırlıklı hale gelmesidir. Tahvil olarak kamu kağıtları ile özel sektör kağıtlarının oluşturacağı rekabet, kamu kağıtlarının lehine bir gelişme ile sonuçlanacaktır. Yüksek getirili tahvil arzına dayalı borç sermayeli yatırım tercihi söz konusu olmayacağından, sermaye piyasasından özel sektörün tahvil yoluyla borçlanması akılcı olmayacaktır.³⁰

Devletin tahvil aracılığıyla borçlanma politikası, özel sektörün kullanılabilir fonları kullanamamasına neden olduğundan, özel sektör piyasadan çekilecektir. Piyasaya fon arzeden finansal yatırımcıların yeni portföy bileşimleri de kamu kağıtları ağırlıklı olacaktır.

3.1.2.a. Maliye Politikası Etkisi

İç borçlanmaya dayalı finansman politikası, portföy dengesini etkileyecektir. Kamu finansman politikası olarak iç borçlanmanın tercih edilmesi, sermaye piyasası fonlarının kamu tarafından kullanılmasını tanımlamaktadır. Fonların kamuya çekilmesi, kamu kağıtlarının tercih edilebilmesi ile gerçekleşir ki, bu da ancak yüksek getirili tahvil ihracı ile gerçekleşecektir.³¹

Kamu harcamalarındaki artış sonucu, LM'in esnekliğine de bağlı olarak, para talebinde meydana gelen artışla birlikte faiz oranlarının yükselmesi gerçekleşir. Yükselen faizlere rağmen devlet tahvillerinin portföy içinde tercih edilebilmeleri, görece olarak daha yüksek getiri oranlarına sahip olmalarına bağlıdır. Yüksek getirili tahvillerin toplam servette yaratacağı etki ile portföy içi dağılım kamu kağıtları ağırlıklı hale gelirken, özel sektör kağıtlarının portföydeki ağırlıkları azalacaktır.

Özel sektör kağıtlarının portföy içindeki ağırlıklarının azalmasında birincil neden, bu kağıtların getirilerinin kamu kağıtları

²⁸Darrat, A.F., "On Fiscal Policy and the Stock Market", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1988, 20, (3), s:353-363.

²⁹Stevenson, A., and et.al., a.g.y., s:163.

³⁰Aschauer, D.A., "The Equilibrium Approach to Fiscal Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1988, 20, (1), s:42.

³¹Stevenson, A., and et.al., a.g.y., s:195.

kadar yüksek getiri sağlamamasıdır. Aynı getiri düzeyi sağlansa bile, kamu kağıtlarının risksiz olması, portföy bileşimini yine kamu kağıtları lehine değiştirecektir. Portföy bileşimindeki bu yeni yapılanmanın makro ekonomik etkileri, özellikle özel sektör yatırımlarının azalması sürecinde kendisini gösterir.³² Yüksek maliyetli yatırım finansmanına neden olacağı için, özel sektör borçlanma yoluyla finansman tercihini kullanmayacaktır. Doğal olarak yatırımlarda bir gerileme söz konusu olacaktır. Öz sermayeye dayalı bir yatırım politikası ise, ancak karlılığı cari faiz haddinin üzerinde gerçekleşen yatırımlar için geçerli olabilir. Bu durum bile, tasarrufçu ekonomik birimlerin tercihini değiştirmede yeterli olmayacaktır. Ancak çok kısa vadeli yatırımlarda bu türden bir etkilene oluşsa bile, genelde kamu kağıtlarının yüksek getirisi portföy içi dağılımda önemli rol oynar.

Bu süreç içinde, özkaynağı oluşturan yatırılabilir fonların da kamu kağıtlarına yönelmesi gerçekleşebilir. Belirsizlik ortamının geniş boyutlara ulaştığı bir ekonomide, kısa vadeli fon hareketleri uzun vadeli yatırımlara tercih edilerek, fonlar kamuya yönelebilir.

Devletin bu türden bir finansman politikası uygulamasında birinci amacı, para finansmanlı maliye politikasının yaratacağı enflasyonist etkiden kaçınmaktır.³³ Stagfasyonist süreçte, özellikle durgunluktan çıkmada kamu harcamalarının etkisinden yararlanan devlet, kamu finansmanında iç borçlanma almasını kullanarak enflasyonist etkiyi ortadan kaldırmayı amaçlar. Burada makro - mikro süreç açısından ortaya çıkan kısıtlar finansman politikasının amacından sapmasını göstermektedir. Bu kısıtlardan birincisi şudur: Atıl fonlar piyasaya gelmediği sürece, bu politikanın başarılı olması beklenemez. Atıl fonların piyasaya gelmesi ise yüksek faiz politikası ile söz konusudur. Atıl fonlar piyasayı besleyecek düzeyde değilse, bu durumda finansal itme dediğimiz süreç ortaya çıkacaktır. Yeni fonların oluşmadığı bir piyasada, varolan fonların paylaşımı sonucunda özel sektör piyasadan çekilecek, finansal itme gerçekleşecektir. Bu süreçte, daha önce de belirtildiği gibi kamu kağıtları ağırlıklı portföylerin tercih edilmesi, ikinci bir kısıt meydana getirecektir. Bu kısıt da, mal piyasasında meydana gelen daralmaya bağlı olarak tüketimin gerilemesi ve fiyatların yükselmesi olarak açıklanabilir. Ayrıca yüksek faiz politikası ile oluşan bu yeni görünüm,

maliyetleri de artıracığından, maliyet itkili bir enflasyonist süreç de kaçınılmaz olacaktır.³⁴

Maliyet itkili enflasyon süreci de, özellikle kamu harcamalarında kendisini göstermektedir. Yüksek getirili kamu kağıtlarına dayalı kamu harcamaları, bir dönem sonra faiz ödemeleri ile daha da şişeceğinden, kamu harcamalarının maliyetindeki artış, enflasyonu besleyecek bir olguya dönüşür. İkinci dönemdeki bu etki, ekonomik birimlerin portföy bileşimlerini bir kez daha etkiler. Yüksek enflasyona bağlı olarak, reel getiri düzeyini sağlayan varlıklara kayma gerçekleşirken, devlet aynı finansman politikasını ancak daha yüksek getirilerle sürdürebilecektir. Bunun sonucunda, fon piyasasında özel sektörün ağırlığı iyice azalmış olacaktır.

Sonuç olarak maliye politikası kapsamında iç varlıklara dayalı finansal araçların kullanımı, finansal piyasalarda birçok etki yaratacaktır. Finansal piyasaların olumsuz etkilenmesinde de en önemli unsur, kamu kesimi tarafından yapay müdahalelerin kullanılmasıdır. Bu müdahaleler, devletin harcamalarını finanse etmek için vergi aracını kullanmaması sonucu ortaya çıkmaktadır. Finansal pozisyonların belirlenim sürecinde veya portföy oluşumlarında, finansal varlık olarak büyük bir kütleye sahip olan devletin göreceli ağırlığı piyasaların sağlıklı çalışma olanağını ortadan kaldırmaktadır. Finansal piyasalar kamunun yapay müdahaleleri ile şekillenirken, piyasanın özgün işlevi olan fon düzenleyici yapısı ortadan kalkmaktadır. Fon hareketlerinin düzenlendiği piyasa yerini spekülasyon hareketlerinin ağırlık kazandığı bir piyasaya bırakılmaktadır. Bu dönüşüm, yalnız finansal piyasaların yapısını bozmakla kalmaz, bunun yanı sıra diğer piyasaların işleyişini de finansal piyasalara endeksli hale getirir. Bu süreç içerisinde olumsuz yönde en fazla etkilenen alan, finansal itmenin etkisiyle de fiziksel yatırımlar olacaktır. Bu etkileşim sürecinin genel ekonomiye yansıyan en olumsuz tarafı ise gelir bölüşümünün hızla finansal varlıkları elinde tutan kesimler lehine değişime uğramasıdır.

³²Aschauer, D.A., a.g.m., s:42-43.

³³Shah, A., "Crowding Out, Capital Accumulation, the Stock Market, and Money - Financed Fiscal Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1984, 16, (4), s:462.

³⁴Feldstein, M., "Inflation and Stock Market", *The American Economic Review*, 1980, 70, (5), s:846.