

ÖDÜNÇ VERİLEBİLİR FONLAR KURAMI VE FAİZ ORANLARI

Öğ. Gr. Dr. Gülten DEMİR*

GİRİŞ

Faiz oranları, ekonomik birimlerin tüketim, birikim ve yatırım kararlarını etkileme yoluyla önemli işlevler üstlenen temel bir iktisadi değişkendir.

Ülkemizde 80'li yıllarda girilen finansal serbestleştirme uygulamaları, faizlere geleneksel işlevlerinin ötesinde yeni işlevler yüklemiştir. Faiz oranları ile birikim ve yatırım ilişkilerini zayıflatıcı ve genellikle faiz oranlarını yükseltici etkiler taşıyan bu uygulamalar faiz oranlarını zaman zaman yatırımların getirisinin karşılayamayacağı düzeylere yükseltmiştir. Yüksek faizler ekonomide önemli sıkıntılar yaratmış, bu faizlerle borçlanmak zorunda kalan kamu kesimi de sıkıntılardan payını almıştır. 1993 yılı başlarında hazine kamu borçlanma politikasında birtakım düzenlemelere gitmiştir. İç borçlanmada vadelerin uzatılması ve kamu finansmanının bankacılık kesimi dışına çekilmesiyle fon maliyetlerinin düşürülmesine yönelik düzenlemelerin kamu kesiminin fon talebini buna bağlı olarak da faiz oranlarını düşürmesi beklenmektedir. Bu beklenti ödünç verilebilir fonlar talebindeki değişmelerin faiz oranları ile ilişkilendirildiğini düşündürmektedir. Buradan hare-

* Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Öğ. Üy.

ketle çalışmamız faiz oranlarını düşürme çabalarını ödünç verilebilir fonlar kuramı çerçevesinde değerlendirmeyi amaçlamaktadır.

Bu amaçla önce Klasik ve Keynesci faiz kuramları ile klasik kuramın uzantısı olarak görülen ödünç verilebilir fonlar kuramına değinilmiştir. Daha sonra Türkiye’de ödünç verilebilir fon arz ve talebinin kaynakları ile fon arz ve talebindeki gelişmelerin, faiz oranları ile ilişkisi incelenmiş böylece 1993 yılı başlarında faiz oranlarını düşürme çabalarının, ödünç verilebilir fon arz ve talebindeki gelişmelerle ne ölçüde desteklendiği araştırılmıştır.

Genel çerçevesi bu şekilde çizildiğinde, faiz oranlarındaki değişmelerin ekonomik etkileri ve faiz oranlarının gelecekteki düzeyine ilişkin öngörülerde bulunulması, çalışmanın kapsamı dışında kalmaktadır.

KLASİK VE KEYNES’Cİ FAİZ

Ekonomi kuramında, faiz ödemelerini gerekli kılan nedenin ne olduğu ve faiz oranlarının nasıl belirlendiği konusudaki görüşler, tarihi gelişim içinde önemli değişiklikler göstermiştir. Genel olarak bu görüşlerin Klasik ve Keynesci kuram etrafında şekillendiği söylenebilir.

a. Klasik Faiz Kuramı

Klasik iktisat kuramı çerçevesinde faiz, tasarrufun yani tüketimden vazgeçmenin karşılığı olarak görülür ve faiz oranları ile tasarruf miktarı arasında fonksiyonel bir ilişki kurulur. Böylece cari tasarrufların tümünün, faiz geliri elde etmeye yönelteceği düşünülür. Enflasyonsuz tam istihdam varsayımı altında, fonların atıl tutulması için bir neden de yoktur. Böylece klasik kurama göre tüm cari tasarruflar, ödünç verilmek üzere piyasaya sürülür. Bu fonların yatırıldığı finansal kurumlar da fonları atıl tutmayacak, cari faiz oranında piyasaya sunacaklardır. Cari faiz oranında yeterince talep yoksa, fonlar atıl tutulma yerine daha düşük faiz oranında arzedilecek, böylece faiz oranları düşmüş olacaktır.

Klasik kurama göre, yatırım miktarı da faize karşı esnektir. Cari faiz oranında, yatırımdan elde edilecek getiri oranları faiz oranına eşit olana dek tüm yatırımlar yapılır. Bu varsayım altında faiz oranlarındaki bir düşmenin, kârlı sayılabilecek yatırım projelerini arttırarak, yatırımları özendireceği düşünülür.

Faiz oranlarındaki düşüş, yatırım talebinin tasarruf miktarına eşit olmasına kadar sürecek ve tüm fonlar alıcı bulmuş olacaktır. Böylece klasik kurama göre herhangi bir gelir ve tasarruf düzeyinde, yatırım ile tasarruf akımlarını faiz oranları denkleştirecektir.

Kısaca özetlediğimiz klasik faiz kuramı birçok yönden eleştirilmiştir (1). Bireyler tüketimden kaçınarak tasarrufta bulunsalar bile, tasarruflarını başkalarına ödünç vermek yerine para olarak saklamayı tercih ettiklerinde, faiz geliri elde edemezler. Bu nedenle faiz, bireyleri tasarrufa yönltebilmek için değil, birikmiş tasarruflarını elde tutma yerine, başkalarına ödünç vermeye razı edebilmek için ödenen bir fiyat olarak düşünülür.

Tasarruf etmenin, faiz geliri elde etme dışında, ihtiyat güdüsü, güçlü olma arzusu, servet bırakma isteği gibi başka güdüleri de vardır. Bu güdülerle yapılan tasarruflar faiz oranına karşı klasiklerin öngördüğü ölçüde esnek olmayabilir. Cari tasarrufların tümünün borç verileceği varsayımı da eleştiriye açıktır. Kişiler tasarruflarının bir bölümünü, ellerinde atıl olarak tutabilirler. Ayrıca klasiklerin varsaydığı gibi, borç verilebilecek fonların tek kaynağı da tasarruflar değildir. Para hacminin genişletilmesi ve eldeki atıl para stoklarının azaltılması da borç verilebilecek kaynak yaratır.

b. Keynesci Kuramda Faiz

Keynesci kuram faiz oranlarının belirlenişini, parasal faktörlerle açıklamıştır. Bu kuramda faizin, kişileri tasarrufa yöneltebilmek için değil, birikmiş tasarruflarını para olarak elde tutma yerine borç vermeye razı etmek için ödenen bir bedel olmaktadır. Bu durumda faiz oranlarını, bireylerin varlıklarını para ya da diğer biçimlerde tutma arzuları, yani likidite tercihi etkiler.

Faiz, paranın ödünç verilmesi karşılığında ödenmesi gereken bir fiyat olarak kabul edildiğinde, bu fiyatın denge düzeyinin de herhangi bir malda olduğu gibi, paranın arzı ile talebi tarafından belirlendiği düşünülür. Buna göre faiz oranı, ekonomide elde tutulmak istenen para miktarı (para talebi) ile varolan para stoğunu (para arzı) eşitleyen bir fiyat olur.

(1) Sadun AREN, İstihdam Para ve Faiz Politikası, İstanbul 1975, s. 36.

Keynes'e göre para talebi, parasal gelire bağı olan işlem güdüyle (muamele ve ihtiyat) para talebi ile, faiz oranı ve bekle-yişlere bağı olan spekülâtif güdüyle para talebinden oluşur.

Klasik yaklaşım, insanların spekülâtif güdüyle ellerinde para tutabilecekleri olasılığını dikkate almamıştır. Oysa Keynes'e göre para dışındaki diğ er likit varlıkların fiyatlarının düşmesi beklen-diğinde, bu likit varlıklar yerine, hiç gelir getirmemesine rağmen elde para tutma tercih edilebilir.

İnsanların likit servetlerini para veya tahvil biçiminde tutma kararları, faiz oranları (tahvil fiyatları) ile ilgili bekleyişlerine bağı lıdır. Tahvil fiyatları yüksek olduğ unda ve fiyatların düşmesi olası görüldüğ ünde (bir başka deyiş le faiz oranları alışı lmış düzeyin altında bulunduğ unda ve yükseleceğ i beklendiğ inde), bireyler finansal varlıklarını nakit para ankesi olarak tutarlar .Faiz oranları yüksek olduğ unda ise, para yerine tahvil tutmaları rasyonel olur. Buna göre spekülâtif güdüyle para talebi faiz oranları ile ters yönde değ işir. Faiz oranının daha altına inemeyeceğ i düşünölen çok düşük bir düzeyinde, para talebinin faiz esnekliğ i sonsuz olur. Likidite tuzağ ı olarak adlandırılan bu durumda herkes likit varlıklarını nakit ankes olarak elde tutmayı yeğ ler.

Keynes'e göre para arzı ise, para otoritelerince belirlenen veri bir miktar olarak kabul edilir ve faiz oranı para arzı ile para talebini eşitleyen bir fiyat olarak düşünöülür.

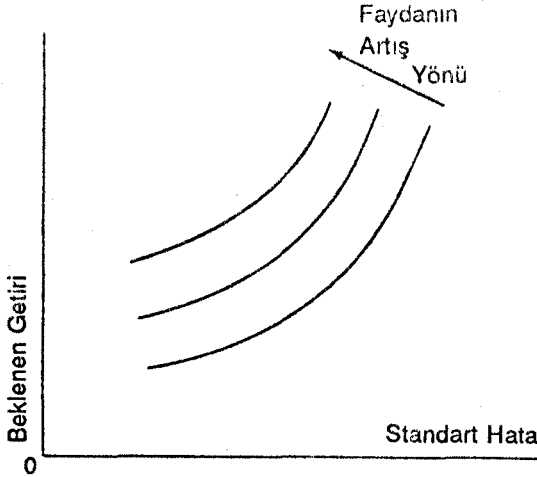
Herhangi bir malın arz-talep analizinde olduğ u gibi para talebi (likidite tercihi) sabitken, para arzının artırılması, faiz oranlarını düşürürken, arzın azaltılması faiz oranlarını yükseltir. Öte yandan, para arzı sabitken para talebinin artması faiz oranlarını yükseltir, para talebinin azalması ise faiz oranlarını düşürür.

Keynes'ci faiz kuramında finansal varlıkların para ya da tahvil şeklinde elde tutulması, faiz oranlarına (tahvil fiyatlarına) ilişkin bekleyişlere bağlanmıştır. Kişiler arasında gelecekteki faiz oranları ile ilgili bekleyişler farklı olabilir. Keynes'ci kuram insanların para ve tahvil olarak yalnızca iki tür finansal varlık tutabileceğini ve her bir servet sahibinin, geleceğ e ilişkin bekleyişlerine bağli olarak portföyünün tümünü, ya tahvil ya da para olarak tutacağını varsayar.

Keynes'in likidite tercihi kuramı daha sonra James Tobin tarafından geliştirilmiştir. Portföy dengesi olarak bilinen bu yakla-

şıma göre, tahvil getirilerinde belirsizlik olması halinde ekonomik birimler portföylerinde aynı anda para ve tahvillerin her ikisini birden tutabilirler (2).

Tobin, likidite tercihi analizine çeşitlendirilmiş portföy tutma olanağı ile birlikte, "risk" kavramını da getirmiştir. Tipik bir yatırımcı, yüksek getiriye, düşük getiriye tercih eder ve riski arzu etmez. Getiri ile risk arasındaki kayıtsızlık eğrileri öyle bir şekilde çizilebilir ki, risk sabit miktarlarda arttırıldığında, kişinin aynı fayda düzeyini koruması için, risk artışları, gittikçe büyüyen getiri artışlarıyla karşılanmalıdır (3). Aşağıdaki şekilde risk ile getiri arasındaki kayıtsızlık eğrileri gösterilmiştir (4).



Şekil 1: Hipotetik Farksızlık Eğrileri.

Farklı risk ve getiriye sahip birden çok yatırım aracı bulunması halinde, yatırımcılar para ve tahvilin yanı sıra, diğer yatırım

- (2) James TOBIN, "Liquidity Preference as Behavior Toward Risk", Review of Economic Studies, XXV, February 1958, pp. 65-86; Çev. Suat ÖKSÜZ, Para Teori Politika Seçme Yazılar, Eskişehir 1983, s. 24.
- (3) Ronald L. TEIGEN, "The Demand for and Supply of Money", W. L. Smith and R.L. Teigen (eds.), Readings in Money, National Income, and Stabilization Policy, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illionis, 1970 (revised edition) pp. 74-112; Çev. ÖKSÜZ, A.g.e., s. 25.
- (4) Şekil: James C. Van Horne, Financial Market Rates and Flows, Üçüncü Baskı, Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1990, s. 60'dan alınmıştır.

araçlarını da içeren bir portföy oluşturabilir. Böylece yatırımcı çeşitlendirilmiş bir portföy tutarak faydasını ençoklaştırabilir (5).

c. Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı

Faiz oranlarının belirlenmesi ile ilgili bir başka yaklaşım da ödünç verilebilir fonlar kuramıdır. Ödünç verilebilir fonlar kuramına göre faiz oranları ödünç verilebilir fon arzı ve talebi tarafından belirlenir.

Klasik kuramda ödünç verme doğrudan doğruya tasarrufa, ödünç alma ise yatırım talebine bağlanmıştır. Oysa kişiler ödünç vermeksizin tasarruf edebilecekleri gibi (iddihar), tasarruf olmadan da ödünç verilebilir (fon yaratılması); ya da yatırım yapılmaksızın da ödünç alınabilir (6).

Keynesçi kuramda faiz oranları para arz ve talebine belirlenmekteydi. Oysa para arzı ödünç verilebilir fon arzından, para talebi de ödünç verilebilir fon talebinden farklıdır (7).

Ödünç verilebilir fonlar kuramı, bir arz-talep analizi uygulamasıdır. Buna göre ödünç verilebilir fonların arzı ve talebi finansal piyasalarda karşı karşıya gelir. Finansal piyasaların herhangi bir rekabetçi piyasadan farkı yoktur. Bu piyasalarda arz ve talep edilen şey, ödünç verilebilir fonlar; ödünç verilebilir fonların fiyatı da faiz oranıdır.

Faiz oranı, ödünç veren açısından belirli bir süre için bu fonlardan ayrı kalmanın, ödünç alan açısından ise bu fonları elde etmenin karşılığı olarak ödenmesi gereken fiyattır. Piyasa fiyatı (faiz) ve alışveriş miktarı da herhangi bir piyasada olduğu gibi ödünç verilebilir fonlar arzı ve talebine belirlenir (8).

Ödünç verilebilir fon arzı ve talebi,

$$S = S(r, \alpha, X)$$

$$D = D(r, \alpha, Y)$$

$$S = D$$

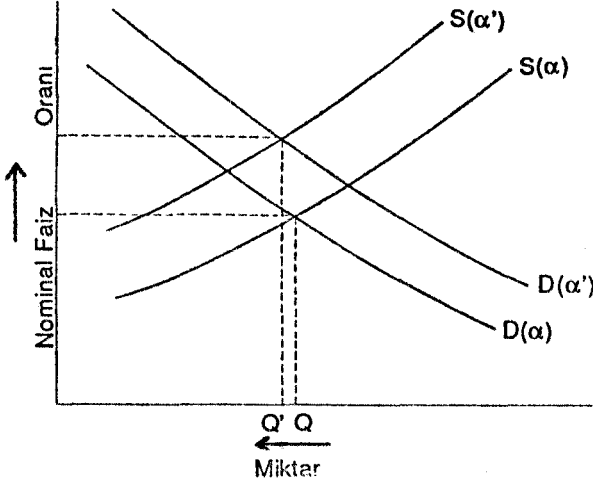
(5) TEIGEN, A.g.e., p. 25.

(6) İlker PARASIZ, Para Banka ve Finansal Piyasalar, Bursa 1992, s. 73.

(7) PARASIZ, A.g.e., s. 73.

(8) Lawrence S. Ritter, The Follow of Funds Accounts: A Framework for Financial Analysis", New York University, Graduate School of Business Administration, The Bulletin of the Institute of Finance, No. 52, August 1968, s. 4-31, Çeviren: ÖKSÜZ, A.g.e. s. 25.

şeklinde ifade edilir. Burada S ve D sırasıyla, ödünç verilebilir fonlar arz ve talebini, r nominal faiz oranını, α beklenen enflasyon oranını, X arzı etkileyen diğer faktörler vektörünü, Y'de talebi etkileyen diğer faktörleri gösterir. Burada sözü edilen diğer faktörler, diğer varlıklar üzerindeki beklenen getiriler, reel ekonomik faaliyet değişkenleri ve servet stoğunu içerir (9). Şimdi belli bir beklenen enflasyon düzeyi için piyasa dengesini inceleyelim.



Şekil 2: Ödünç Verilebilir Fon Arzı ve Talebi.

Şekilde, $S(\alpha)$ belli bir beklenen enflasyon düzeyi için ödünç verilebilir fon arzını, $D(\alpha)$ ise yine belli bir beklenen enflasyon düzeyi için ödünç verilebilir fon talebini gösterir. Arz ve talebin eşit olduğu piyasa dengesinde (Şekilde D noktası) hem nominal faiz oranı (r), hem de ödünç verilebilir fon miktarı belirlenir.

Belirli bir faiz oranında ödünç verilebilir fonlara talep arza göre yüksekse faiz oranları yükselecek, ödünç verilebilir fonlar arzı talebe göre yüksekse faiz oranı düşecektir.

Enflasyon oranında ortaya çıkan beklenmedik bir değişme de dengeyi etkiler. Enflasyon oranında beklenmedik bir artış olduğunu düşünelim. Bu durumda şekilde görüldüğü gibi, nominal faizle fon arz edenlerin arz eğrisi sola kayarak $S(\alpha')$ olurken, nominal

(9) HORNE, A.g.e., p. 84.

faizle fon talep edenlerin talep eğrisi sağa kayarak $D(\alpha')$ olur. Yeni arz ve talep eğrilerinin kesim noktası, yeni denge faiz oranını r' ve yeni fon miktarını Q' belirler (10).

d. Ödünç Verilebilir Fon Arz ve Talebinin Kaynakları

Ödünç verilebilir fon arzı, gelirlerinden daha az harcama yaparak "fazla" veren ekonomik birimlerin net tasarruflarından, gömüledikleri nakit para miktarı çıkarıldığında, kalan bölümden oluşur. Ödünç verilebilir fon talebi ise, gelirlerinden daha fazla harcama yaparak açık veren birimlerin net açıklarından, gömüleme tüketimleri çıkarıldıktan sonra kalan miktar olmaktadır. Açık veren sektörün para yaratabilen bir kurum olması durumunda bu konuda bir istisna söz konusu olur. Bu tür kurumlar, bazı koşullarda kendileri para yaratarak ödünç alabilirler. Böylece ek para yaratılarak borçlanılması durumunda, finansal piyasalardan ödünç verilebilir fonlar çekilmez. Bu olay ödünç verilebilir fonlar havuzunu genişletir. Bu nedenle yaratılan fon miktarı, ya ödünç verilebilir fonlar talebinden çıkarılmalı, ya da ödünç verilebilir fon arzı, fazlalık veren sektörlerin gömülemeleri çıkarıldıktan, söz konusu dönemde yaratılan para ilave edildikten sonra elde edilen net tasarruflardan oluşur (11). Şimdi ödünç verilebilir fon arzı ve talebinin kaynaklarına biraz daha yakından bakalım.

Ödünç verilebilir fon kaynaklarından biri gelirlerin tasarrufa ayrılan bölümüdür. Halkın tasarruflarının yanı sıra firmaların içsel fonları (amortismanlar, dağıtılmayan kârlar) da bu çerçevede düşünülür. Fon arzının önemli bir kaynağı da banka sisteminin yarattığı ek satınalma gücüdür. Merkez Bankası'nın parasal tabanı genişletmesi ve ticari bankaların mevduatlarına dayanarak yarattıkları parasal genişleme ödünç verilebilir fon arzına kaynak oluşturur. Ödünç verilebilir fonlar kuramı gömüleme çözülmesini de fon kaynağı olarak dikkate alır. Günümüzde gömüleme azalmış olan gömüleme çok yüksek faiz oranlarında, enflasyonun hızlandığı dönemlerde ya da halkın güven duygusunun artmasıyla çözülür (12).

(10) HORNE, A.g.e., p. 85; PARASIZ, s. 75.

(11) RITTER, A.g.e., s. 31.

(12) Feridun, ERGİN, Para ve Faiz Teorileri, İstanbul 1983, s. 252.

Ödünç verilebilir fon talebine gelince, bu fonlara talebin önemli bir bölümünü firmaların yatırım ve işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla talep ettiği fonlar oluşturur. Ödünç verilebilir fonlara talep kamu kesiminden de gelebilir. Kamu açıklarının finansmanı için devlet, tahvil ve diğer senetleri ihraç ederek ödünç verilebilir fonlara talepte bulunur. Bu fon talebinin büyüklüğü kamu açığının boyutlarına bağlıdır.

Borsaların ve sermaye piyasasının gelişme düzeyine bağlı olarak spekülasyonun finansmanı için talep edilen kısa vadeli krediler de ödünç verilebilir fonlara talep oluşturur. Bunların dışında bireyler tüketimin finansmanı için ödünç fon talep edebilirler. Tüketici kredileri, taksitli satışlar, kredi kartları bu tür fon talebinin başlıca araçlarıdır. Fon talebinin bir bölümünü de konut kredileri oluşturur (13).

Ödünç verilebilir fonlar arz ve talebindeki gelişmelerle faiz oranları ilişkisine geçmeden önce kısaca iç ve dış finansal serbestleştirme politikalarının faiz oranları üzerindeki etkilerine değinelim.

FİNANSAL SERBESTLEŞTİRME SÜRECİNDE FAİZ ORANLARI

Dünyada finansal serbestleştirme ve uluslararasılaşma politikalarının yaygınlaşması ve uluslararası kuruluşların da önerileriyle 80'li yıllarda ülkemizde de uygulanmaya başlanan iç ve dış finansal serbestleştirme politikaları faiz oranlarını önemli ölçüde etkilemiştir.

İç finansal serbestleştirme "Bir ekonomide yurtiçi para cinsinden borç alacak ilişkileri ile varlık tutma kararlarına ilişkin kurumsal yapıda, fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması veya yumuşatılması işlemidir". İç finansal serbestleşmeyle birlikte ekonomide yeni finansal araçların ve bunların yönetimine olanak sağlayan kurumsal düzenlemelerin de oluşması söz konusudur. Dış finansal serbestleştirme ise "gerek yerleşiklerin kendi aralarında, gerekse de yerleşiklerle yerleşik olmayanlar arasındaki döviz cinsinden borç alacak ilişkilerine ve varlık tutma kararlarına ilişkin

(13) ERGİN, A.g.e., s. 254.

kurumsal yapıda fiyat ve miktar kısıtlarının kaldırılması veya yumuşatılmasıdır” (14).

İç finansal serbestleştirme çerçevesindeki ilk uygulama faizlere yapılan müdahalelerin kaldırılması olmuş ve bunun sonucunda faiz oranları önemli ölçüde yükselmiştir.

1984 yılı başlarında döviz bulundurma konusundaki kısıtlamaların kaldırılması ve döviz tevdiat hesabı açabilme olanağının getirilmesi ise dış finansal serbestleştirme yönünde atılan önemli bir adımdır “Yerleşiklere DTH açabilme olanağı, enflasyonun söz konusu olduğu az gelişmiş ülkelerde hem yerli parayı, hem de yerli parayla birimlendirilmiş finansal aktifleri zorlu bir rekabet karşısında bırakır. Bu ikame imkanı yerli finansal aktiflerin getirisinin hem enflasyona hem de kur değişimlerine karşı duyarlılığını artırmaktadır” (15).

32 Sayılı Kararın 15. maddesinde yapılan değişikliklerle her türlü menkul kıymetin ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurtda giriş ve çıkışına, Türkiye’de yerleşik kişilerce menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurtdışında ihraç, arz ve satışına serbesti getirilmiştir. Buna göre dışarda yerleşik kişiler de Türkiye’de sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde menkul kıymet ihraç edebileceklerdir.

Finansal serbestleştirmeye giden bir ülkede, kamu kesiminde, özel kesimde, döviz piyasasında, finans piyasasında iç finansal dengeler kurulmamış ise, serbestleşmenin yarattığı dinamikler, dengeleri kurmayı zorlaştıran güçleri harekete geçirecektir (16).

Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği bir ortamda faizler kurların kontrolü için kullanıldığında, faiz oranları çok hareketli bir değişken haline gelir. Gelişmiş ülke finansal aktifleriyle rekabet edilerek ülkeye sermaye girişinin sağlanabilmesi için zaman içinde faiz oranlarının giderek yükselmesi söz konusu olur. Böyle bir faiz politikası kısa vadeli spekülatif sermayeyi ülkeye çeker-

(14) İ. ÖNDER, O. TÜREL, N. EKİNCİ, C. SOMEL, Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, İstanbul 1993, s. 187.

(15) A.g.e., s. 95.

(16) Gülten KAZGAN, “1994 ve 1995 Durgunluk Yılları Olacak” 94’e Girerken Türkiye Ekonomisi Paneline Sunulan Tebliğ. İktisat Dergisi, Ocak 1994, s. 22.

ken, ülkede ödünç fonlarla uzun vadeli yatırım yapmak isteyen müteşebbisleri caydıracaktır (17).

Sonuç olarak hem iç hem de dış finansal serbestleştirme politikaları faiz düzeyi üzerinde önemli rol oynamaktadır. Özellikle faizlerin döviz piyasalarına müdahale aracı olarak kullanılması, bu iktisadi değişkenin birikim ve yatırım kararlarına ilişkin temel işlevlerini sağlıklı bir şekilde yerine getirmesini güçleştirir.

TÜRKİYE'DE FON ARZ VE TALEBİNDEKİ GELİŞMELERİN FAİZ ORANLARI İLİŞKİSİ ÜZERİNE BAZI GÖZLEMLER

1993 yılı başlarında kamu borçlanma politikasında birtakım düzenlemelere gidilerek, faiz oranlarını düşürme çabalarına girildiğini belirtmiştik. Ödünç verilebilir fonlar arz ve talebi ile ilgili gelişmelerin bu çabaları ne ölçüde desteklediğinin araştırıldığı bu bölümde, ülkemizde ödünç verilebilir fonlar talebi ve arzını oluşturan unsurlar ve bunların faiz oranlarıyla ilişkisi biraz daha yakından incelenmiştir.

ÖDÜNÇ VERİLEBİLİR FON TALEBİNİN KAYNAKLARI

Ülkemizde ödünç verilebilir fonlar talebinin başlıca kaynakları, özel girişimlerin talep ettikleri fonlar, kamu kesiminin fon talebi, konut kredisi talepleri ile tüketimin finansmanı için talep edilen fonlar olarak sayılabilir. Son yıllarda bunlara spekülasyonun finansmanı için talep edilen fonlar da ilave edilebilir.

a. Özel Girişimlerin Fon Talebi

Ödünç verilebilir fonlara talebin önemli bir bölümünü özel girişimlerin fon talebi oluşturur. Ödünç verilebilir fonlar kuramı, veri fon arzında, fon talebindeki artışların faiz oranlarını yükselteceğini, fon talebindeki düşüşlerin ise faiz oranlarını düşüreceğini öngörür. Özel kesimin fon talebi, özel yatırım harcamalarıyla ilişkilendirilebilir. Bu kesimin yatırım eğilimindeki artışların fon talebinin arttırması, yatırım eğilimindeki azalışların fon talebini düşürmesi beklenir.

(17) A.g.e., s. 117.

Finansal serbestleştirme sürecinde faiz oranlarının yükselmesi, 80'li yıllardan itibaren özel sektörü önemli finansman sorunlarıyla karşı karşıya getirmiştir. 1970-79 döneminde % 29 olan yatırım eğilimi (net yatırım/net artırı oranı) 1980-88 arasında ortalama % 2'lere gerilemiştir (18).

1990'lı yıllarda da özel sektör sabit sermaye yatırımlarında önemli bir artış eğilimi gözlenmemektedir. 1991 yılında % 3.1 oranında azalan özel sektör sabit sermaye yatırımları 1992 yılında sadece % 1.4 oranında artmıştır. 1993 yılının ilk çeyreğinde toplam özel sektör sermaye yatırımlarının yıllık bazdaki artış oranı % 11.4'e çıkmıştır (19).

Özel kesimin fon talebine ilişkin olarak bu kesimin banka sisteminden kullandığı kredilerin ve ihraç edilen menkul değerlerin izlenmesi de fikir verebilir.

Ticaret bankalarının toplam aktifleri içinde kredilerin oranı, 1970'lerin ikinci yarısından sonra sürekli düşme eğilimindedir. 1975 yılında % 50 olan oran, 1992 yılında % 37'ye inmiştir. Aynı dönemde özel kesime açılan kredilerin payı da gerilemiş, 1975 yılında % 49 iken, 1992'de % 32'ye düşmüştür (20).

1975 - 1986 yılları için yapılan bir araştırma sonuçlarına göre (21), 1980 dönemine kadar ticari bankalar daha az mevduat toplamalarına rağmen, daha fazla kredi vermişler; 1980 sonrasında ise genel olarak daha fazla mevduat toplamışlar, ancak daha az kredi vermişlerdir. 1982 sonrasında belirgin hâl alan bu durum, iç borçlanmanın genelde ve ekonomide ve özellikle özel ticari bankalarda yarattığı "crowding-out" olgusunun bir göstergesi olarak değerlendirilmiştir. Bir başka ifadeyle mevduat ve kredilerle ilgili bu gelişmeler, 1980 sonrasında kamu kesiminin iç borçlanma yoluyla özel banka kaynaklarına el koymasının bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır.

(18) Korkut BORATAV, Ergun TÜRKCAN (Editörler): Türkiye'de Sanayileşmenin Yeni Boyutları ve KİT'ler. İstanbul 1993, s. 24.

(19) TCMB 1991 Yıllık Rapor. s. 14. 1992 Yıllık Rapor. s. 15. 1993 I, Üç Aylık Bülten. s. 12.

(20) ÖNDER, TÜREL, EKİNCİ, SOMEL, A.g.e., s. 28.

(21) Tansu ÇİLLER, Murat ÇİZAKÇA, Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri, İSO Araştırma Dairesi Yayın No: 1989/7 s. 51-53.

1991 yılı için mevduat ve kredilere ilişkin veriler, toplam mevduatın reel olarak yüzde 9.5, kredilerin ise yüzde 0.9 büyüdüğünü, konsolide kredilerin toplam aktifler içerisindeki payının bir önceki yıla göre azaldığını göstermektedir (22).

Aynı eğilimin 1992 yılında da sürdüğü söylenebilir. Kredi mevduat oranı Aralık 1991'de yüzde 74 düzeyinde iken, Kasım 1992'de yüzde 72'ye düşmüştür. 1992 yılında gerek mevduat gerek krediler enflasyonun üzerinde artış göstermiş, ancak mevduat artışlarının daha yüksek oranlı olması, kredi mevduat oranının düşmesine neden olmuştur. 1993 yılının ilk dokuz aylık verilerine göre mevduat bankaları toplam mevduatı 203 trilyon, toplam kredileri ise 226 trilyon olmuştur (23).

Özel kesimin fon ihtiyaçlarını karşılamada izlediği bir başka yol da finansal varlık ihracıdır. Özel kesim ihracıları 1987 sonrasında artmaya başlamıştır. Ancak sermaye piyasasının net hisse senedi ve tahvil ihracıları içinde özel kesimin payı kamu kesimine göre oldukça düşüktür. Özel kesime 1991 yılında birincil piyasalarda verilen menkul kıymet ihrac izinleri bir önceki yıla göre %37'lik bir artışla 5.6 trilyon liraya ulaşmıştır. Bu yıl için özel sektörün toplam ihracatları içindeki payı % 11 oranındadır. 1992 yılında toplam özel kesim menkul kıymet ihracı 22.5 trilyon TL.'ye, toplam içindeki payı ise % 13.9'a yükselmiştir. 1993 yılının ilk dört ayında toplam özel sektör ihracat izinleri 12 trilyona yükselirken, toplam içindeki payı % 10'a düşmüştür (24).

İkincil piyasalarda da, sermaye piyasası ihracıları içinde payı ve likiditesi yüksek olan kamu kesimi kağıtlarının işlem hacmi yüksektir. Bu piyasalarda işlem gören özel kağıtların toplam içindeki payı 1990 başlarında % 14 civarındadır (25). Özel kağıtların payı 1991 yılında % 14, 1992 yılında % 10, 1993 yılında ise % 9 civarına düşmüştür (26).

Sonuç olarak, toplam ödünç talebi içinde özel kesim taleplerinin görece önemi düşük görünmektedir. Bu durum özel fon ta-

(22) TCMB 1991 Yıllık Rapor, s. 47.

(23) TCMB 1992 Yıllık Rapor, s. 59, Aylık İstatistik Bülteni. Ağustos 1993 s.28.

(24) TCMB 1991 Yıllık Rapor. s. 61. 1992 Yıllık Rapor. s. 73. 1993 I, Üç Aylık Bülten. s. 206'dan hesaplanmıştır.

(25) TCMB 1991 Yıllık Rapor. s. 62.

(26) TCMB Üç Aylık Bülten 1993 I. s. 207'den hesaplanmıştır.

leplerinin faiz oranlarını etkileme olasılığını düşürürken, tersine faiz oranlarındaki yükselişlerin, özel fon talebini etkilediğini düşündürmektedir. Ayrıca 1993 yılı özel kesim yatırımlarının artış eğilimine girdiği bir yıl olmuştur. Özel kesim fon talebinde de artış eğilimini destekleyen bu gelişmenin faiz oranlarını düşürme değil, yükseltme yönünde etkilemesi beklenir.

b. Konut Kredisi ve Tüketicinin Finansmanı İçin Fon Talebi

Ödünç verilebilir fon talebinin bir bölümünü de tüketicilerin, tüketimin finansmanı için talep ettiği fonlar ve konut kredisi talepleri oluşturur.

Tüketici kredileri son yıllarda önemli artış göstermiş, Kasım 1991 itibariyle 3.8 trilyon TL.'ye ulaşmıştır. Bu miktar konsolide kredilerin yüzde 3.7'sini oluşturur. Aynı dönemde kredi kartları yoluyla sağlanan krediler ise yaklaşık 500 milyar TL. civarındadır. 1992 yılında da tüketici ve mali kesim kredileri artmaya devam etmiştir. 1993 yılı geçici verilerine göre yılın ilk üç ayında tüketici kredilerinde 2 trilyon TL.'lik bir artış olmuştur. Bu miktar yaklaşık yüzde 16'lık bir artışı ifade etmektedir (27).

1990'lı yıllarda konut sektörüne açılan krediler de önemli artışlar göstermiştir. 1992 yılında özel kesim yatırımlarının yüzde 41.9'unu konut sektörüne yapılan yatırımlar oluşturmuştur. Kamu Bankalarının açtığı konut kredileri 1992 yılının ilk üç aylık döneminde % 16 artmış, 1993 yılının aynı döneminde ise konut kredilerindeki artış oranı % 47'ye ulaşmıştır (28).

c. Kamu Kesiminin Fon Talebi

Ödünç verilebilir fon talebinin bir bölümünü de kamu kesiminin fon talebi oluşturur. Bu kesiminin fon talebi, kamu açığının boyutlarına bağlıdır. Toplam fon talebi içindeki payına bağlı olarak, kamunun fon talebindeki düşüşün ödünç verilebilir fonlara talebi düşürerek, faiz oranlarında düşmeyi desteklemesi beklenir.

1988-1992 arasındaki beş yıllık dönemde reel GSMH yıllık ortalama % 4.1 oranında artarken, bütçe gelirleri % 9.1, bütçe harcamaları ise % 10.4 oranında artmıştır. Bütçe harcamaları içinde

(27) TCMB Yıllık Rapor 1991 s. 47. 1993 Üç Aylık Bülten I, s. 20.

(28) TCMB 1992 Yıllık Rapor. s. 15. 1993 Üç Aylık Bülten I, s. 20.

en büyük artış reel olarak yılda ortalama % 23.5 oranıyla personel harcamalarında olmuştur. Bunu % 20.4 oranındaki artışla iç borç faiz ödemeleri izlemiştir (29).

1989 yılında kamu kesimi borçlanma gereği GSMH'nın yüzde 7.3'ü iken bu oran 1990 yılında özellikle personel harcamaları ve KİT borçlanma gereğinin artışıyla GSMH'nın yüzde 10.6'sına, 1991 yılında ise yüzde 14.4'üne ulaşmıştır. 1992 yılında kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranı yüzde 12.5'e düşmüştür (30).

1992 yılında borçlanma gereği görece olarak düşmüştür, ancak kamu açığı sürmektedir. Açık sürerken 1993 yılı başlarında kamunun borçlanma politikasında birtakım düzenlemelere gidilmiştir. Kamu kesimi yıllardır enflasyonun üzerinde reel faiz ödeme yoluyla sürdürdüğü ve kısa vadeli borçların ağırlıkta olduğu (31), borçlanma politikasını değiştirme çabasına girmiş görünmektedir. Bu çerçevede öncelikle iç borçların vadelerinin uzatılmasına çalışılmaktadır. Merkez Bankası Başkanı, Merkez Bankası ile Hazine'nin iç borçlanmadaki vadeleri uzatma amacında olduğunu, borç ifaları arasında geçen sürelerin uzamasıyla, piyasada sık sık istikrarsızlık yaratılmasının önleneyeğini ifade etmektedir (32).

Devlet iç borçlanma senetlerinde vadenin 3 aydan 6 aya ve 1 yıla kaydırılması amacıyla 3 aylık bono faizleri düşürülürken, 6 ay ve 1 yıl vadeli bono faizlerinin cazileştirilmesine çalışılmaktadır. Borç vadelerinin uzatılması operasyonunu destekleyici bir uygulama da disponibl kağıtların ortalama vadesinin 210 günden 280 güne çıkarılması yönünde yapılan düzenlemelerdir.

Borç düzenlemesi ile ilgili olarak kamu finansmanının bankacılık kesimi dışına kaydırılması yönünde çabalar da gözlenmektedir. 1991 yılında satışa arzedilen devlet tahvillerinin yüzde 90'ını, hazine bonolarının yüzde 92'sini bankalar satın almıştır. Banka-

(29) TCMB 1993 Üç Aylık Bülten I, s. 4.

(30) TCMB 1992 Yıllık Rapor, s. 21.

(31) 1992 yılının ikinci üç aylık döneminde konsolide bütçe açığının yüzde 74.6'sı kısa vadeli borçlanmayla karşılanırken, üçüncü üç aylık dönemde yüzde 67.2'si bu kaynaktan yapılmıştır. Konsolide bütçe açığının finansmanında kısa vadeli borçlanmanın payı düşmekle birlikte ağırlığını korumaktadır. TCMB 1992 Üç Aylık Bülten III, s. 30.

(32) Şükri SARAÇOĞLU, "Enflasyon, Döviz, Özerklik, Para Programı, Faiz Faiz Operasyonu Üzerine" Capital Aylık Ekonomi Dergisi İçinde, s. 54.

lar iç borçlanma senetlerinin birincil piyasasında en önemli alıcı olma konumlarını 1992 yılında da korumuşlardır. Devlet tahvillerinin % 70.5'i, Hazine bonolarının da % 86.3'ü bankalarca satın alınmıştır. Bankaların en önemli alıcı durumunda olmaları nedeniyle devlet iç borçlanma senetleri faizleri bankacılık kesimindeki gelişmelere duyarlıdır. Bankalar dispo­nibilite zorunluluğunu yerine getirme, portföylerinde tutma ve teminat olarak kullanma amacıyla devlet iç borçlanma senedi talep etmektedir. Bankacılık kesimi portföyündeki iç borçlanma senetlerinin dispo­nibilite ve teminat ihtiyaçlarının üzerinde olması, bu senetlerin faizlerini, bankaların senet alımında kullanabilecekleri kaynakların miktarına maliyetine ve iç borçlanma senetlerine alternatif kullanımların getirilerine duyarlı hale getirmektedir. Bunlara ek olarak, hazinenin borçlanma miktarındaki değişimler de faiz oranını etkileyebilmektedir (33).

KİT'lere, belediyelere ve yerel yönetim kuruluşlarına tahvil ihraç izni verilmesi de kamu finansmanının bankacılık kesimi dışına çekilmesi çabaları ile ilişkilendirilebilir. Bu kuruluşların tahvil ihracına ilişkin limitlerin ve esasların düzenlenmesi yetkisi Bakanlar Kurulu tarafından Sermaye Piyasası Kuruluna bırakılmıştır. Yine bu çerçevede düşünülebilecek bir başka uygulama da devlet tahvillerinin direkt halka satışına başlanmasıdır. Devlet iç borçlanma senetleri ilk olarak 1992 yılında doğrudan halka satılmıştır.

Kamu finansmanının bankacılık kesimi dışına çekilmesiyle, kamunun borçlanma maliyetinin düşürülmesi ve finansman giderlerinde bu yolla sağlanacak düşmelerin de kamu finansman açığını azaltması beklenmektedir. Kamu açıklarının ulaştığı boyut, kamunun fon talebinin borçlanma politikalarında yapılacak düzenlemelerle düşürülmesini olanaksız kılmaktadır. Tasarrufları değerlendirme alternatiflerinin çeşitlendiği de gözönüne alınırsa, kamu finansmanının bankacılık kesimi dışına çekilmesi, tasarrufların çeşitli finansal varlıklar arasındaki dağılımını etkilemekten öte bir anlam taşımayacaktır.

Kamu kesiminin fon talebinin düşürülmesi durumunda bile faiz oranları üzerinde beklenen sonuçların alınmasını güçleştiren

(33) TCM B1991 Yıllık Rapor, s. 47. 1992 Yıllık Rapor s. 26.

önemli bir kısıt vardır. Dış finansal serbestleştirme sürecinde, faiz politikalarının döviz piyasasındaki gelişmelerden bağımsız yürütülmesi neredeyse olanaksızdır. Bu durum fon talebindeki gelişmelerle, faiz oranları ilişkisini zayıflatıcı etkiler taşır.

TÜRKİYE'DE ÖDÜNÇ VERİLEBİLİR FON KAYNAKLARI

Ödünç verilebilir fon arzının başlıca kaynakları tasarruflar, bankacılık sektörünün yarattığı parasal genişleme ve gömüleme çözülmesi olarak sayılabilir. Şimdi bunların gelişimi ve faiz oranlarıyla ilişkisini inceleyelim.

a. Tasarruflar

Ödünç verilebilir fon arzının önemli kaynaklarından biri tasarruflardır. Ödünç verilebilir fonlar kuramı çerçevesinde tasarruf artışlarının ödünç verilebilir fon arzını arttırarak faiz oranlarını düşürmesi, tasarruflardaki azalışın da ödünç verilebilir fon arzını daraltarak faiz oranlarını yükseltmesi beklenir.

Ülkemizde tasarrufların gelişimine ilişkin veriler toplam yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranının (1988 fiyatlarıyla) 1987 yılından itibaren düştüğünü göstermektedir. 1987 ve 1988 yıllarında yüzde 26 olan yurtiçi tasarruflar/GSMH oranı, 1989 yılında yüzde 25'e, 1990 yılında yüzde 23'e, 1991 yılında ise yüzde 21'e düşmüştür (34). 1992 yılında toplam yurtiçi tasarruflardaki düşme eğilimi sürmüştür. DPT geçici verilerine göre, 1992 yılında yurtiçi tasarruflar sabit fiyatlarla bir önceki yıla göre, yüzde 9.3 oranında azalmış, toplam yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranı yüzde 18.9'a düşmüştür (35).

Toplam yurtiçi tasarruflardaki reel azalmaya karşılık ülkemizde tasarrufların değerlendirilmesi, alternatifleri çeşitlenmiştir. Tasarruflar, başlıcalarını döviz, altın, hisse senedi, tahvil, yatırım fonları, repo, varlığa dayalı menkul kıymet ve kâr ortaklığı belgesi şeklinde sayabileceğimiz çeşitli finansal varlıklara yatırılabilir. Finansal yatırım araçlarının çeşitlenmesi sonucu faiz oranlarındaki değişimler ekonomik birimlerin net tasarruflarından çok, değişik

(34) TCMB 1991 Yıllık Rapor., s. 129.

(35) İSO, 1993 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi. İSO Araştırma Dairesi Yayın No: 1993-4. S: XVIII.

türdeki finansal varlıkların görelî getirisi üzerinde etkili olur. Böylece faiz değişmeleri tasarrufların çeşitli finansal araçlar arasındaki dağılımını etkiler. Özellikle dövizin tasarrufların değerdendirilmesinde bir alternatif oluşu, faizlerle ilgili düzenlemelerin, döviz piyasalarına yansımalarının dikkate alınmasını gerektirir. Faiz değişmelerinin, döviz ikamesi ve sermaye hareketlerini etkileme yoluyla ödemeler bilançosu ve döviz kurlarına yansıyan sonuçları olacaktır. Bütün bu gelişmeler sonucu ekonomi faiz oranlarındaki değişmelere karşı daha duyarlı hale gelmiştir.

Toplam yurtiçi tasarrufların yıllardır reel olarak azaldığı gözönüne alınırsa, 1993 yılı başlarında faiz oranlarını düşürme çabalarının tasarruflarla ilgili gelişmelerle desteklenmesi mümkün görünmemektedir.

b. Parasal Sektörün Yarattığı Parasal Genişleme

Merkez Bankası ve kaydi para yaratan Mevduat Bankalarından oluşan parasal sektörün para hacmini genişletmesi ölçüsünde ödünç verilebilir fon arzının da artması beklenir.

Parasal sektörün bilançosu niteliğindeki parasal durum tablolarına göre parasal büyüklüklerin büyüme hızında 1990 yılında bir önceki yıla göre bir yavaşlama görülmüştür. 1991 yılında ise geniş tanımlı parasal büyüklüklerin artış hızı bir önceki yıla göre yükselmiştir (36).

Dar tanımlı para arzı (M₁) ise, 1989 yılında bir önceki yıla göre % 81.1, 1990'da % 44.1, 1991 yılında % 43.6 civarında artmıştır. 1992 yılı geçici verilerine göre ise artış % 56.1 olarak gerçekleşmiştir. 1993 yılının ilk üç aylık döneminde çeşitli tanımlardaki para arzları enflasyon oranının üzerinde artış göstermiştir. M₁ para arzı Mart 1993 itibariyle yıllık olarak % 81.2 oranında artmıştır (37).

Parasal genişlemeyi, dolayısıyla ödünç verilebilir fon arzını etkileyebilecek bir unsur, Merkez Bankasının mevduata uyguladığı munzam karşılık oranları ile dispoñibilite oranlarını düşürme yönündeki girişimleridir. Kredi maliyetlerini yükselttiği ve böylece kredi faizlerinin aşağı çekilmesini engellediğinden yakınılan dis-

(36) TCMB, 1991 Yıllık Rapor. s. 31-33.

(37) TCMB, 1992 Yıllık Rapor. s. 44, TCMB Üç Aylık Bülten 1993 I, s. 22.

ponibilite ve munzam karşılık oranlarının düşürülmesi, kısa vadeli mevduata verilen faizlerdeki düşüşle birlikte, kredi faizlerindeki indirimi de destekleyebilir.

Ayrıca bankalara verilen Varlığa Dayalı Menkul Kıymet çıkarma yetkisi de, fon arzını arttırıcı etkiler taşımaktadır. Kesinleşmiş alacakların satılması yoluyla finansman yaratılması olanağı getiren ve 1992 Ağustos ayında başlayan VDMK uygulaması bankalara yeni fon sağlama olanağı getirmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 1992 yılında 15 trilyon, 1993 yılının ilk dört ayında ise yaklaşık 716 trilyon TL'lik VDMK ihraç izni verilmiştir (38).

Bankalar VDMK çıkarma yoluyla topladıkları fonlara munzam karşılık ve disponibilite ayırmak zorunda olmadıkları için, VDMK ların toplam mevduat içindeki oranının yükselmesi bir yandan fon arzını arttırıcı etkiler taşıırken, bir yandan da bankaların kaynak maliyetlerini düşürebilir. Bu düşüşlerin kredi faizlerine yansması ise ekonomi açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak VDMK uygulamasının aynı zamanda enflasyonist etkiler taşıdığı gözden kaçırılmamalıdır.

Parasal genişleme ödünç verilebilir fon arzını arttırmakla birlikte, parasal genişleme yoluyla sağlanan fon artışının faiz oranlarını düşüreceği son derece şüphelidir.

M. Friedman'ın temsil ettiği paracı görüşe göre, para arzındaki bir genişlemenin başlangıç etkisi nominal faiz oranlarını düşürücü yöndedir. Ancak daha sonra bu, harcamayı yükselttikçe ve fiyat enflasyonunu uyardıkça, faiz oranlarını yükseltici bir eğilim doğuracak şekilde kredi talebinde bir yükselmeye yol açacaktır. Buna ek olarak yükselen fiyatlar reel ve nominal faiz oranları arasında bir farkın doğmasına neden olur. Gelir ve fiyatlardaki artış nihai dengede reel faiz oranı üzerinde hiçbir etkiye sahip olmaz. Friedman'a göre bunun karşısı bir durumda, paradaki daha düşük hızla büyüme, ilk başta faiz oranlarını yükseltir; fakat daha sonra bu durum harcama ve fiyat enflasyonunu azaltacağı için faiz oranları düşer (39).

(38) TCMB Üç Aylık Bülten 1993 I, s. 206'dan hesaplanmıştır.

(39) Milton FRIEDMAN, "Para Teorisinde Karşı Devrim", Çev: Suat ÖKSÜZ, Para Teorisinde Devrim ve Karşı Devrim, Eskişehir 1983, s. 35.

Ödünç verilebilir fonlar kuramı çerçevesinde de enflasyon beklentilerindeki bir artışın faiz oranlarını yükseltici etkisi olduğuna değinilmişti. Parasal genişlemenin Friedman'ın öngördüğü gibi tamamen fiyatlardaki bir artış şeklinde kendini göstereceği konusu tartışmalı olmakla birlikte, parasal genişleme enflasyonist beklentileri arttırdığı ölçüde faiz oranlarında bir yükselmeyi uyacaktır.

Türkiye'deki enflasyonist süreçte son yıllarda kamu açıklarının giderek artması ve artan kamu açıklarının yarattığı parasal genişlemenin temel rolü oynadığı düşüncesi yaygındır. Merkez Bankası Yıllık Raporu'nda da parasal genişlemenin bir yandan fiyatlar üzerinde bir talep baskısı oluşturduğu, diğer yandan artan para arzının önemli bir bölümünün döviz talebi olarak piyasada kendini göstermesiyle Türk Lirasının değer kayb etmesi sonucu maliyet enflasyonuna yol açtığı ifade edilmektedir. Ayrıca parasal genişlemenin enflasyon beklentilerini de olumsuz etkilemesi sonucu ekonomik birimlerin gelecekte daha yüksek bir enflasyon beklentisine göre karar almaları söz konusu olmaktadır (40).

c. Gömüleme Çözülmesi

Ödünç verilebilir fonlar kuramı, gömüleme çözülmesini de fon kaynağı olarak dikkate alır. Ülkemiz için geleneksel tasarruf aracı olan altın'ın ekonomiye kazandırılması çabaları bu çerçevede değerlendirilebilir. Ülkemizde altın alımı şeklinde yapılan tasarrufların büyük boyutlarda olduğu düşüncesi yaygındır. Halkın elinde bulunan altınların ekonomiye kazandırılması için altın borsası kurulması yönünde çalışmalar yapılmaktadır.

Bu çerçevede öncelikle Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkındaki 32 sayılı kararın bazı maddelerinde değişiklik yapılmıştır. 21 Mart 1993 tarihinde yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı'yla, altın'ın Türk Parası karşısındaki değerini belirleme esasları 32 sayılı karar kapsamında çıkarılmış, daha önce bakanlıkça belirlenen esaslara uymak kaydıyla yapılabilen kıymetli madenler, taşlar ve eşyaların ithalat ve ihracatı dış ticaret rejimi esasları dahilinde serbest bırakılmıştır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu'da altın sertifikası, altın tahvili, altın mevduatları, altın fonları, altın kredisi,

(40) TCMB Yıllık Rapor 1991 s. 35.

vadeli altın piyasalarının düzenlenmesi konusunda çalışmalarını sürdürmektedir.

Halkın güvenini sağlayan ve iyi işleyen bir altın borsası yurt- içindeki altını uluslararası bir ödeme aracı şekline dönüştürebildiği ölçüde ödünç verilebilir fon arzında bir artış gerçekleştirilebilir.

SONUÇ

Ülkemizde ödünç verilebilir fon arz ve talebindeki gelişmelerle, faiz oranları ilişkisi üzerine yukarıda söylenenleri kısaca özetlemek gerekirse, fon arzı açısından öncelikle fon arzının en önemli kaynağı olan tasarrufların GSMH'ya oranının giderek düştüğü belirtilmelidir. Fon kaynağı olarak dikkate alınan bir başka unsur da parasal genişlemedir. Ancak parasal genişleme enflasyon beklentilerini de etkilediğinden, bu yolla sağlanan fon artışının faiz oranlarını yükseltici etkilerinin ön plana çıktığı söylenebilir. Bir başka fon kaynağı da halkın altın şeklindeki tasarruflarının uluslararası bir ödeme aracına dönüştürülebilmesi ölçüsünde sağlanabilecek olan fonlardır. Altın borsası kurulması yönündeki çalışmalar sürmektedir. Sonuç olarak ödünç verilebilir fon arzı ile ilgili gelişmeler, 1993 yılı başlarında faiz oranlarında girilen faizleri düşürme çabalarını destekler görünmemektedir.

Ödünç verilebilir fon talebine gelince, özel kesim fon talebi faiz oranlarını etkileme yerine, faiz değişmelerinden etkilenmiş görünmektedir. Kamu kesiminin borçlanma gereğinin düşürülebilmesi ve bu kesimin reel faiz ödeme yoluyla sürdürdüğü borçlanma politikasının faiz oranlarını etkileme olasılığı daha yüksektir. Buradan hareketle kamunun borçlanma politikasındaki düzenlemelerin faiz oranları üzerinde etkili olması beklenmektedir. Ancak bu konuda bir sonuç alınabilmesi için öncelikle kamu açıklarının azaltılması gereği açıktır.

Kamunun fon talebinin düşürülmesi durumunda bile faiz oranlarında beklenen düşmelerin sağlanmasının güç olduğu belirtilmelidir. Dış finansal serbestleştirme sürecinde faiz politikalarının döviz piyasasındaki gelişmelerden bağımsız yürütülebilmesi olanaksızdır. Faizler sermaye hareketlerinin kontrolü için kullanıldığında, faiz düzeyinin döviz ikamesini ve ülkeden sermaye kaçışını önleyecek düzeyde tutulması gerekir. Tasarruf oranlarının düştüğü,

enflasyonun ve dış ticaret açıklarının sürdüğü bir ortamda faiz düzeylerinin düşürülmesi mümkün görünmemektedir. Bu koşullarda yüksek faizleri yalnızca kamu kesimi açıklarına bağlamak yerine, dış finansal serbestleştirme sürecinde yükselen faizlerin kamu kesimi dengesinin kurulmasını güçleştirdiği de dikkate alınmalıdır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AREN Sadun, İstihdam Para ve Faiz Politikası, İstanbul 1975.
- BORATAV Korkut, TÜRKÇAN Ergun (Editörler), Türkiye'de Sanayileşmenin Yeni Boyutları ve KİT'ler. İstanbul 1993.
- CAPITAL Aylık Ekonomi Dergileri.
- ÇİLLER Tansu, ÇİZAKÇA Murat, Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri, İSO Araştırma Dergisi Yay. No: 1987/7.
- ERGİN Feridun, Para ve Faiz Teorileri, İstanbul 1983.
- FRIEDMAN Milton, "Para Teorisinde Karşı Devrim", Çev: Suat ÖKSÜZ, Para Teorisinde Devrim ve Karşı Devrim, Eskişehir 1983.
- İKTİSAT DERGİLERİ, İ. Ü. İktisat Fakültesi Mezunları Cemiyeti Yayın Organı.
- İSO, 1993 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi. İSO Araştırma Dairesi Yayın No. 1993 - 4.
- JAMES C. Van HORNE, Financial Market Rates and Flows, 3'üncü Baskı, Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1990.
- ÖNDER İ., TÜREL O., EKİNCİ N., SOMEL C., Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar, İstanbul 1993.
- ÖKSÜZ, Suat, Para Teori Politika Seçme Yazılar, Çeviri, Eskişehir 1983.
- PARASIZ İlker, Para Banka ve Finansal Piyasalar, Bursa 1992.
- TCMB Yıllık Raporlar 1991 - 1992.
- TCMB Üç Aylık Bültenler.
- TCMB Aylık İstatistik Bültenleri.