

T.C.
DUMLUPINAR ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

145845

Yüksek Lisans Tezi

FAİZ ORANLARININ VADE YAPISI
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Danışman

PROF. DR. KEMAL YILDIRIM

145845

Hazırlayan

Hanife TOPAL

0291020105

Kütahya – 2005

Kabul ve Onay

Hanife TOPAL'ın hazırladığı "Faiz Oranlarının Vade Yapısı: Türkiye Üzerine Bir Uygulama" başlıklı Yüksek Lisans tez çalışması, jüri tarafından lisansüstü yönetmeliğin ilgili maddelerine göre değerlendirilip kabul edilmiştir.

23/3/2005

Tez Jürisi

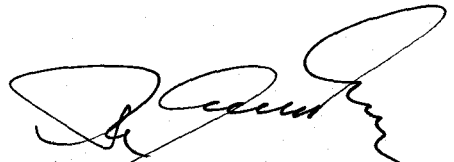
Prof. Dr. Kemal YILDIRIM (Danışman)



Yrd. Doç. Dr. Rasim YILMAZ



Yrd. Doç. Dr. Macide Çiçek

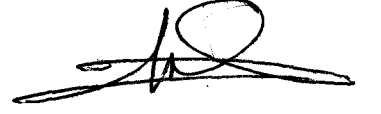


Prof. Dr. Ahmet KARAASLAN
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Yemin Metni

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “ Faiz Oranlarının Vade Yapısı: Türkiye Üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmamın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım kaynakların kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

09.02/2005



Hanife TOPAL



ÖZGEÇMİŞ

1979 yılında Kütahya'da doğdu. İlk ve orta öğrenimini Kütahya'da tamamladı. 1997 yılında Bilkent Üniversitesi Uygulamalı Yabancı Diller Yüksek Okulu Bankacılık ve Finans Bölümünü burslu olarak kazandı. Burada bir yıl süre ile Fransızca hazırlık sınıfı okudu. 2002 yılında mezun olduktan sonra aynı yıl Dumlupınar Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümünde Araştırma Görevlisi olarak çalışmaya başladı. Yine aynı yıl Eylül ayında Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde İktisat Anabilimdalında yüksek lisans programına kaydoldu. İyi derecede İngilizce ve Fransızca bilmektedir.



ÖZET

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de faiz oranlarının vade yapısının genel görünümünü incelemek, kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki vade priminin hangi iktisadi değişkenlere bağlı olarak farklılıklar gösterdiğini saptamaktır.

Tanımlayıcı nitelikte olan bu araştırma, Kütahya’da üç özel ve üç kamu bankası üst düzey yöneticilerine önceden hazırlanmış görüşme sorularının yüz yüze görüşülme suretiyle sorulması ve alınan cevapların düzenlenmesi, yorumlanması ve analiz edilmesi yoluyla tamamlanmıştır. Çalışmada örneklem olarak seçilen bankaların üst düzey yöneticilerine Türkiye’de faiz oranlarının genel görünümüne ve faiz oranlarının vade yapısındaki değişikliklerin saptanmasına yönelik sorular yöneltilmiştir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde ana iktisadi ekollerin faiz kavramına yaklaşımları ele alınmış, ikinci bölümde ise faiz oranlarının vade yapısı üzerine ortaya atılan vade teorileri üzerinde durulmuştur. Üçüncü ve son bölümde ise faiz oranlarının vade yapısına ilişkin Kütahya’da üç özel banka ve üç kamu bankasının üst düzey yöneticileri ile faiz oranlarının vade yapısına ilişkin yapılan görüşmeler sonucunda elde edilen bulgular sunulmuş ve faiz oranlarının vade yapısının istikrarlı bir hale getirilmesi için uygulanacak politikalara ilişkin öneriler verilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Faiz oranları, Vade yapısı, Türkiye, Faiz oranlarının vade yapısı teorileri, Faiz Kavramı

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the overall structure of term structure of interest rates in Turkey and to determine the economic variables that affect the term premium between long term and short-term interest rates.

First of all for this descriptive study a number of subject related questions were prepared, and then these questions were asked to the general managers of six banks in Kütahya of which three were private banks, through vis a vis conversation. At the last stage the answers got from them were documented and analyzed. The questions asked to the managers in the sample group, which directed this study were about interest rates in Turkey, the differences in the term premium, and the term structure of interest rates.

This study consists of three sections. In the first part of the study, the different approaches of mainstream economists to interest rates were quoted. In the second part, term theories relating to term structure of interest rates were mentioned. In the last part, the gatherings of the interviews with banks managers in Kütahya about term structure of interest rates in Kütahya were presented and some recommendations on policy applications were given out in order for stabilizing term structure of interest rates in Turkey.

Key Words: Interest Rates, Term Structure, Turkey, Theories of Term Structure of Interest Rates, Concept of Interest

Thesis Title: Term Structure of Interest Rates: A Case Study for Turkey

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLO VE ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR.....	xi
TEZ HAKKINDA.....	xii

BİRİNCİ BÖLÜM

FAİZİN ORTAYA ÇIKIŞI VE FAİZ TEORİSİNİN GELİŞİMİ

1.TARİHSEL SÜREÇTE FAİZ KAVRAMI	2
1.1. İlk Çağda Faiz	2
1.2. Orta Çağda Faiz	4
1.3. Merkantilizm ve Faiz.....	6
1.4. Liberal Düşünce ve Faiz	7
1.5. Fیزیokrasi ve Faiz	8
2. FAİZ ORANININ BELİRLENMESİ VE İŞLEVLERİ HAKKINDA KURAMSAL GÖRÜŞLER	9
2.1. Klasik Faiz Kuramı	9
2.2. Wicksell'in Faiz Üzerine Görüşleri.....	12
2.2.1. Faiz Oranlarının Tanımı	13
2.2.1.1. Parasal Faiz Oranı	13

2.2.1.2. Doğal Faiz Oranı (Reel Faiz Oranı ya da Normal Faiz Oranı)	14
2.2.1.3. Faiz Oranlarının Farklılıklarının Sonucu: Kümülatif Süreç	
2.2.2. Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı	16
2.3. Keynes'in Faiz Üzerine Görüşleri.....	17
2.4. Hicks-Hansen Teorisi.....	19
2.5. Tobin'in Faiz Üzerine Görüşleri.....	24
3. IRVING FISHER VE BÖHM BAWERK'İN FAİZ ÜZERİNE GÖRÜŞLERİ	25
3.1. Eugen von Böhm Bawerk.....	26
3.2. Irving Fisher.....	27

İKİNCİ BÖLÜM

FAİZ ORANLARININ VADE YAPISI VE VADE YAPISI TEORİLERİ

1. FAİZ ORANLARININ VADE YAPISI	31
1.1. Vade Yapısının Tanımı.....	31
1.2. Hasılat Eğrisi.....	32
2. FAİZ ORANLARININ VADE YAPISI TEORİLERİ	35
2.1. Bekleyişler Teorisi	35
2.2. Bölümlenmiş Piyasalar Teorisi	41
2.3. Tercih Edilen Habitat Teorisi	48
2.4. Likidite Primi Teorisi	52

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ VADE YAPISINA İLİŞKİN BİR UYGULAMA

1. METODOLOJİ	58
1.1. Araştırmanın Amacı	59
1.2. Araştırmanın Sınırlılıkları.....	59
1.3. Araştırmanın Yöntemi.....	60
1.3.1. Araştırmanın Geçerliliği	61
1.3.2. Araştırmanın Güvenilirliği.....	61
1.3.3. Araştırmanın Özellikleri	62
1.4. Veri Toplama Yöntemi.....	63
2. BULGULAR.....	66
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	78
EKLER.....	83
KAYNAKÇA.....	84
DİZİN.....	98

TABLO VE ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Tablo 2.1: Bölümlenmiş Piyasalar Teorisine Göre Farklı Senaryoların Hasılat Eğrisi Üzerindeki Etkisi.....	45
Şekil 1.1: Klasik İktisatçılara Göre Denge Faiz Oranının Oluşumu.....	11
Şekil 1.2: Keynes'e Göre Faiz Oranları ile Para Talebi Arasındaki İlişki.....	19
Şekil 1.3: IS Eğrisinin Elde Edilişi.....	22
Şekil 1.4: LM Eğrisi.....	23
Şekil 1.5: Denge Faiz Oranı ve Denge Milli Gelir Seviyesi.....	24
Şekil 2.1: Hasılat Eğrisinin Farklı Şekilleri.....	31
Şekil 2.2: Bölümlenmiş Piyasalar Teorisine Göre Hasılat Eğrisi.....	41
Şekil 2.3.: Faiz oranlarının likidite primi teorisi. (a) Beklenen artan spot faiz oranları, (b) "Düz" beklenen spot faiz oranları. (c) Beklenen azalan spot faiz oranları.....	52

KISALTMALAR

A.g.e.	: Adı geçen eser
AB	: Avrupa Birliği
AER	: American Economic Review
BBDK	: Bankacılık Dzenleme ve Denetleme Kurumu
Bkz.	: Bakınız
CBRT	: Central Bank of Republic of Turkey
Çev.	: Çeviren
EUR	: Euro
IMF	: International Money Funds
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
MB	: Merkez Bankası
NBER	: National Bureau of Economic Research
P.	: Page
S.	: Sayfa
TL	: Türk Lirası
USD	: Amerikan Doları
Vb.	: Ve benzeri
Vol.	: Volume



TEZ HAKKINDA

1980'li yıllardan günümüze dünya finans piyasalarının gelişmeye başlamasıyla finans piyasalarına ilişkin yapılan araştırma ve çalışmalar da hız kazanmıştır. Globalleşen dünyada farklı ülkelerde yaşanan gelişmeler kısa bir süre içerisinde tüm dünyayı etkisi altına alabilmektedir. Bu nedenle finans piyasalarındaki gelişmeler çok yakından izlenmekte ve dikkatle değerlendirilmektedir. Finans piyasalarını yansıtan göstergeler ve bunların işaret ettiği gerçekler, gelecekle ilgili beklentiler ve finansal göstergelerin taşıdığı bilgi kısıntıları makroekonomik açıdan büyük önem taşımaktadır.

Günümüzde ulusal ekonomileri ve dünya ekonomisini analiz edebilmek için kullanmakta olduğumuz makroekonomik göstergeleri; ekonomik büyümeyi ölçmeye yarayan göstergeler, ülkelerin dış ekonomik ilişkileri ile ilgili dinamiklerini görmemizi sağlayan ödemeler dengesi ve dış ticaret göstergeleri ve finans piyasalarındaki gelişmeleri izlediğimiz finansal göstergeler olarak üç alt başlık altında toplayabiliriz. İşte bu çalışmanın konusu finansal göstergelerden en önemlileri arasında olan faiz oranlarının vade yapısıdır.

Takas ekonomisinden parasal ekonomiye geçildiği andan itibaren, her ne kadar çeşitli iktisadi ekollerin savunucuları tarafından nötr olarak görülse ve ekonomide her hangi bir işleve sahip olmadığı öne sürülse de para, iktisadi sistemin kilit unsuru olarak ekonomi çarkının ana yönetmeni haline gelmiştir. Faiz oranları ise paranın ekonomik ajanlar arasında dağıtılması için ölçü alınan birim olarak büyük önem taşımaktadır.

Faiz oranları ekonomik karar alma mekanizmasında çok önemli bir rol oynamaktadır. Yatırımcıların nereye ne ölçüde yatırım yapacaklarına, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını tüketime mi yoksa yatırıma mı yönlendireceğine, devletin nasıl bir para politikası uygulayacağına karar verirken göz önünde bulundurdıkları öncelikli unsur faiz oranları ve vade yapısıdır.

Faiz oranlarının vade yapısı ve kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki bağıntı Merkez Bankasının uygulayacağı politikaların etkinliği açısından da önemlidir. Vade yapısının uzaması ekonomik istikrarın olumlu bir göstergesidir. Bu sayede ekonomide sağlanan güven ortamında yatırımcılar gelecekle ilgili planlarında tereddüte düşmeyeceklerdir. Genel olarak ekonomide faizlerin aşağı çekilmesi özel kesim tüketim harcamalarını ve daha karlı hale gelen yatırım harcamalarını arttırır; bu durum ekonomiye hareketlilik kazandırır.

Ekonomideki dengelerin temelinde faiz oranı seviyesi yatmaktadır. Faiz oranlarına borçlanmanın maliyeti de diyebiliriz. Borçlanmanın maliyeti hem borç verenler hem de borç alanlar açısından göz önünde bulundurulan temel değişkendir. Eğer faiz oranları tasarruf sahiplerinin beklentisini karşılayacak oranda değilse tasarruflar tüketime dönüştürülebilir ya da yastık altı olarak tabir edilen ve ekonomik bir kayıp olan ölü yatırıma yönlendirilebilir. Düşük faiz oranları devletin gereksinimi olan finansmanı bulmasını da zorlaştırır.

Bunun tam tersi durumda yani parayı elde tutmanın fırsat maliyetinin yüksek olduğu durumda ise rasyonel bireyler olan tasarruf sahipleri kazanımlarını arttırmak ve ekonomik kayba uğramamak için tasarruflarını borç vermek isterlerken, yatırımcılar kar oranı düşük olacağından yüksek maliyetle borçlanıp yatırım yapmak istemeyeceklerdir. Bu yüzden faiz oranlarının ekonomideki işleyişi sürdüreceği seviyede olması gereklidir.

Faiz oranlarının genel seviyesi o ülkedeki sermaye akımlarını doğrudan etkilemektedir. Eğer bir ülkedeki faiz oranları dünya faiz oranlarının üzerinde ise o ülkeye yüksek miktarda sıcak para girmesine neden olur. Ülkeye giren sermaye miktarı reel sektör yatırımlarına dönüşmediği sürece o ülkeyi krizlere açık hale getirir. Çünkü ülkede yaşanan en küçük bir olumsuzlukta büyük miktarda sermaye çıkışı kuvvetle muhtemeldir. Ki faizlerin yüksek seyrettiği bir ülkede de giren sıcak paranın yatırıma dönüşmemesi ve sadece portföy yatırımı olarak kalması kaçınılmazdır. Bu durum o ülkenin finansal dengesini alt üst edebilmektedir.

Faiz oranları ayrıca, gelecekteki enflasyon artışına ve ödünç verilen paranın geri ödememe riskine karşı bir korumadır. Bu nedenle parasal akım mekanizmasında değerlendirilen en önemli değişkendir. Faiz oranı seviyesi fon arz ve talebinin de belirlediği bir faktördür ki bu arz ve talep de enflasyon ve para politikası uygulamalarından etkilenir. Bu yüzden faiz oranları ve para arzı Merkez Bankası tarafından ekonomik istikrar, fiyat istikrarı vb. ana hedeflere ulaşmak için araç olarak kullanılırlar.

Faiz oranlarının vade yapısı, borcun çevrilebilirliği açısından önemlidir. Borçlanmada önemli olan borcun büyüklüğü değil borcun sürdürülebilirliği yani uzun vadeye yayılıp, - alacak ve yükümlülüklerin örtüştürülebilmesi-, ödenebilirliğidir.

Mevduat ve kredilerin ortalama vadesi, mevduatın vade yapısı, mevduat ve kredi faizleri makroekonomik açıdan önemli finansal göstergelerdir çünkü bu oranlar ekonomideki tasarruf-yatırım oranını belirler. Ayrıca döviz kurunu ve faizlerin genel düzeyini belirleyen temel unsurlar uzun dönemde ekonominin temel makroekonomik verileridir. Bir ekonominin finansal olarak fotoğrafı çekilmek isteniyorsa ilk olarak ekonomideki faiz oranı düzeyine ve faiz oranlarının vade yapısına bakılmalıdır. Faiz oranları ekonominin bugünkü görünümünü resmederken, vade yapısı da ekonomideki gelecekle ilgili beklentileri resmeder.

Tüm bu nedenlerden dolayı bu çalışmada Türkiye'deki faiz oranlarının vade yapısı bankacılık sektöründe yapılan uygulama ışığında ele alınmıştır.

ARAŞTIRMANIN PROBLEMİ

Türkiye'de faiz oranlarının vade yapısı dönemsel olarak değişiklikler göstermektedir. Bu dönemsel değişikliklerin oluşma nedeni üzerinde sınırlı sayıda çalışma yapılmıştır. Vade yapısındaki farklılıklar konjonktürel dalgalanmalardan mı, döviz kurundaki dalgalanmalardan mı, sık sık yaşanan iktidar değişmelerinden kaynaklanan ekonomik belirsizliklerden mi, dünyada yaşanan ekonomik ve finansal gelişmelerden mi yoksa Türkiye'nin yabancı ülkelerle olan ilişkilerinin (örn. AB)

seyrinden mi kaynaklanmaktadır? Faiz oranlarının vade yapısındaki bu değişmeler hangi zamanlarda hangi yönde gerçekleşmektedir? Yukarıda sıraladığımız sorular araştırmanın problemini teşkil etmektedir.

ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu araştırmanın amacı; Türkiye’de bankalarda bulunan mevduatlara ve bankalarca verilen kredilere uygulanan faiz oranlarının vade yapısını, değişen vade süresine göre faiz oranlarında gözlenen değişmeleri, vade primini etkileyen etmenleri, bankaların vade yapısına ilişkin uyguladıkları faiz politikalarının neler olduğunu ortaya koymaktır.

ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Faiz oranlarının vade yapısının genel görünümünün belirlenmesi, ekonomik politikaların uygulanmasında, etkinliğinde ve elde edilecek sonuçların tahmininde yön verici niteliktedir.

Ayrıca faiz oranlarının vade yapısı gelecekle ilgili beklentilere dair içerdiği ipuçlarından dolayı iktisadi ajanlar tarafından karar alma aşamasında göz önüne alınan önemli bir göstergedir.

Çalışma bu açıardan ekonomik analiz anlamında hem yatırımcılar, hem tasarruf sahipleri hem de politika koyucular için fikir verici ve yol gösterici nitelik taşımaktadır.

ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Araştırmanın hipotezleri şu şekildedir:

- Türkiye’de uzun vadeli faiz oranları kısa vadeli faiz oranlarına göre her zaman daha yüksek seviyede seyretmektedir.

- Türkiye’de uzun ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki farkın en büyük nedeni uzun ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki vade primidir.
- Enflasyon vade primini artıran bir unsurdur
- Türkiye’de faiz oranlarının vade yapısı ekonomik beklentiler ve gelecekte genel ekonomik durumun nasıl olacağı konusunda bilgi verir.
- Kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki vade primi konjonktürel dalgalanmalardan, ekonominin ve finans piyasalarının genel durumundan doğrudan etkilenmektedir.

ARAŞTIRMANIN VARSAYIMLARI

Bu çalışmanın varsayımları şunlardır:

- Araştırmada veri toplamada kullanılan yüz yüze görüşme yönteminin araştırma için uygun bir yöntem olduğu varsayılmıştır.
- Anketi cevaplayan üst düzey banka yöneticilerinin görüşme sorularını yanıtlarken objektif davrandıkları varsayılmıştır.
- Araştırmaya katılan Kütahya’da bulunan kamu bankalarının ve özel bankaların üst düzey yöneticilerinin Türk Bankacılık Sistemi bazında cevaplar verdikleri ve Türk Bankacılık Sistemini temsil ettikleri varsayılmıştır.

ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI

Araştırma sonucu elde edilen bulguların genellenebilmesi bazı faktörlerden dolayı sınırlıdır.

Bunlardan ilk sınırlılığı bu araştırmanın katılımcılarının zaman ve maliyet bakımından sadece Kütahya’da bulunan bankalardan seçilebilmiş olmasıdır.

Bir diğer sınırlılık ise araştırmada elde edilen bulguların, katılımcıların kişisel bilgi, deneyim ve gözlemleriyle sınırlı olmasıdır.

ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bu çalışmada kullanılan araştırma yöntemi yüz yüze görüşmedir. Söz konusu yöntem mülakat konularının ana başlıklar altında sınıflandırılarak yüz yüze mülakatın hazırlanması ve uygulanması ile mülakat sonuçlarının yorumlanması olmak üzere iki aşamadan oluşur. Kullanılan bu yöntem niteliksel yaklaşım içerisinde yer alan betimsel analiz olarak adlandırılır.

Betimsel bir nitelik taşıyan araştırmanın amacını gerçekleştirmek için, Türkiye’de faiz oranlarının vade yapısına ilişkin kapsamlı bir literatür taraması yapılmış ve mevcut durumu tanımlamak amacı ile hazırlanan sorular (Bkz. EK-1) üç kamu üç de özel bankanın üst düzey temsilcilerine yöneltilerek cevaplar alınmış ve elde edilen bulgular yorumlanmıştır.



TEZ METNİ



BİRİNCİ BÖLÜM

FAİZİN ORTAYA ÇIKIŞI VE FAİZ TEORİSİNİN GELİŞİMİ

1.TARİHSEL SÜREÇTE FAİZ KAVRAMI

İktisat tarihinde, iktisadi ekollerin temsilcileri arasında faizin etik olarak yasaklanıp yasaklanmaması konusunun yanında, faiz tanımının tam olarak ne olduğu konusu da çokça tartışılmıştır. Birçok iktisatçı para üzerinden alınan faizin, uzun dönemde sermaye arzı ve üretkenliğin yön verdiği, modern politik iktisatçıların tabiriyle “marjinal produktivite”nin belirlediği sermayenin karı üzerinden değerlendirildiği görüşündedir.

1.1. İlk Çağda Faiz

Faiz, paranın kullanımı karşılığında ödenen paradır. Faiz oranı ise, zaman birimi başına ödenen faiz miktarıdır. Bir başka deyişle, kişiler parayı ödünç alma şansına sahip olmak için belirli bir bedel ödemek zorundadırlar.

Faizin ortaya çıkışı paranın icat edilmesinden önce olmuştur. İlk çağda henüz para dolaşımı başlamadan kredi işlemleri yapılırdı. Mallarını, gelecek tehlikelere karşı korumak isteyen mal sahipleri, bunları güvenli gördükleri tapınak sahiplerine yani rahiplere emanet ederlerdi. Kredi işlemlerinin doğal bir sonucu olarak da faiz kavramı ortaya atıldı. Bu nedenle “faiz” terimi yalnızca parasal bir karşılığı ifade etmez. Nitekim, faizin bir başka tanımı ise, kullanılacak kaynaklara gelecekte değil bugün ulaşmanın karşılığında insanların yükledikleri maliyet şeklindedir.¹

İlk ödünç işlemleri aynı kredi niteliğinde idi. Aynı kredi sığır, koyun, tahıl, maden külçesi, alet veya başka bir şey olabilirdi. Tapınağa borçlananlar tapınaktan aldıkları ürünün bir kısmını rahiplere bırakırlardı. Çift hayvanı veya damızlık, yanına bir yavrusu katılarak tapınağa geri ödenirdi. Bu nedenle eski dillerde, “yavrulama” sözcüğü “faiz” anlamında da kullanılırdı.²

¹ David R. Henderson, *The Fortune Encyclopedia of Economics*, Warner, 1993, s. 584

² Feridun Ergin, *Para ve Faiz Teorileri*, Beta, 1983, s.126.

Eski çağlarda servet ve insan ilişkileri arasındaki öne sürülen görüşler faiz hakkındaki ilk iktisadi yaklaşımlar olarak görülebilir. Faizle ilgili tartışmaları Brahmanizm'e ve ilk Kutsal Kitaba kadar geri götürmek mümkündür.³ Doğu düşüncesinin en eski ve en etkili kaynaklarından biri Hint Uygarlığıdır. Hint Uygarlığının temeli dini düşüncelere dayandığı için iktisadi yaklaşımlar da bu yönde olmuştur. Hindistan'da din adamlarından ve kanun koyuculardan oluşan en üst iki halk tabakasının dışında kalanların faiz alıp vermesi, faizle işlem yapması serbestti. Ödünç verilen mala ve borcun süresine göre faiz oranları ayarlanmıştı. Hintliler ayrıca çeşitli faiz ödeme şekilleri de belirlemişlerdi. Hindistan'da bileşik faiz, dönemsel faiz, şartlı faiz, bedeni (corporal) faiz, günlük faiz ve teminat faizi gibi farklı faizler uygulanmıştır. Bedeni faiz, emek olarak ödenen faizi, teminat faizi de bırakılan eşya veya hayvanın alacaklı tarafından bu süre içinde kullanılmasının karşılığı olarak borçluya ödenen faizi ifade eder.

İbraniler de Hz. Musa ve O'nun hukukuna dayalı olarak başlangıçta faize dayalı borç verme yasaklanmıştı. Ancak zaman içinde İsraililer bu yasalarını tamamiyle terk etmişler ve borçların güvence altına alınması için bir "teminat" öngörülüş, ancak teminat olacak eşyanın hem doğa yönünden borç miktarına uygun olması hem de borçlunun yaşaması için çok gerekli bir eşya olmaması kuralı getirilmiştir. İbranilerde faiz ile ilgili borçlu-alacaklı ilişkileri, faizin miktarı, vadesi vb. unsurlar, her iki tarafı da mağdur etmeyecek ve fakir halkı ezmeyecek şekilde düzenlenmişti.

Eski Yunan ideolojisinde para ve faiz üzerine yapılan yorumları temel olarak Plato ve Aristo'nun görüşleri çerçevesinde ele alabiliriz. Platon parayı yalnızca mübadele aracı olarak görüyordu. "Fiyat money" veya "olsun para" kavramını ilk ortaya atan Platon'dur. Paranın, değerli madenlerden basılmak suretiyle bir değişim aracı olma özelliğini kaybedeceğini ve servet biriktirme aracı olarak kullanılmasına yol açacağını savunuyordu. Platon'a göre ticaret hoşgörülle karşılanacak bir eylem değildir. Faizle ödünç verilmesi de yasaklanmalıdır.⁴

³ Vural Savaş, *İktisadın Tarihi*, Liberal, 1997, s. 18

⁴ Onur Kumbaracıbaşı, *Ekonomik Doktrinler ve Ekonomik Düşüncenin Evrimi*, Ankara İ.T.İ.A : 102, 1976, s. 25

Aristo, faizi doğal olmayan bir olgu olarak görmüştür. Çünkü ona göre paranın doğal olan kullanım şekli onu harcamaktır. Paranın servet amacıyla biriktirilmesi, bir çoğunun fakirleşmesi adına küçük bir azınlığın zenginleşmesi riski taşıdığından doğal değildir ve yasaklanmalıdır. Paranın ödünç verilebilmesi için biriktirilmesi gerektiğinden de para ödünç vermeye ve bunun karşılığında faiz alınmasına karşı çıkmıştır. Ona göre sadece değişim aracı olan bir nesnenin, el değiştirerek kendi kendini çoğaltması doğal değildir.⁵ Aristo'ya göre doğal olmayan servet edinme yöntemlerinin en kötüsü faizciliktir. Çünkü bu yoldan elde edilen kazanç, doğrudan doğruya paranın kendi varlığından kaynaklanır ve paranın ortaya çıkmasına neden olan amaca aykırıdır. Zira para mübadele için yaratılmıştır. Oysa faiz paranın miktarını çoğaltır ve faiz paradan doğan paradır. Dolayısıyla da doğaya en aykırı düşen para kazanma tarzı da budur.⁶

1.2. Orta Çağda Faiz

Ortaçağda, faiz konusundaki düşünceler zaman içinde önemli değişiklikler göstermiştir. İlk yedi yüz yıl içinde faizi yasaklayan açık ve kesin bir kural ortaya konmamıştır. Sekizinci ve dokuzuncu yüzyıllarda faizi yasaklayan çeşitli kilise kanunları öne sürülmüşse de, bu yasakların nedenini açıklayan herhangi bir felsefi düşünce ortaya konulamamıştır.⁷ Bu karşı tavırların gerekçelerini ancak 13. yüzyılda Aquinas açıklayabilmiş ve onun fikirleri 14. ve 15. yüzyıl düşünürleri tarafından da benimsenmiştir. Aquinas'a göre, ödünç verilen para için faiz almak adaletli değildi. Çünkü faizle ödünç vermek, olmayan bir şeyi satmak demektir ve böyle bir şey hiç kuşkusuz eşitsizliğe neden olur ki bu da adalete ters düşer. Ayrıca, kullanımı tüketim ile mümkün olan mallarda ödünç vermek ancak mülkiyetin el değiştirmesiyle mümkün olabilirdi. Örneğin şarap. Buna göre eğer bir adam, şarabın kullanımını şaraptan ayrı olarak satmak isterse, o adam da aynı şeyi iki defa satıyor olacak veya mevcut olmayan bir şeyi satmak istiyor durumuna düşecektir. Buna karşılık kullanımı o malların tüketimini gerektirmeyen başka mallar da vardır. Örneğin bir evi kullanmak o evde

⁵ Robert B. Ekelund, Robert F. Hébert, *A History of Economic Theory and Method*, McGraw-Hill, 1990, s. 23

⁶ Henri Denis, *Ekonomik Doktrinler Tarihi* (Çev. A. Tokatlı), Sosyal, Cilt I, 1997, s.56

⁷ George O'Brien, *An Essay On Medieval Economic Teaching*, Augustus M. Kelly, 1920, s. 166-173

oturmakla gerçekleşir. Yani bir evin mülkiyeti ve kullanımı bir birinden ayrılabilir.⁸ Fakat para filozofa göre, esas itibariyle mübadele amacı için icad edilmiştir ve bu nedenle paranın gerçek ve uygun kullanımı onun tüketiminde veya bir başkasına devredilmesindedir çünkü ancak böyle yapmakla para bir mübadele işlemi içine sokulmuş olur.⁹

Ortaçağ düşüncesinde para ödünç verme işlemi, tamamen bir satış işlemi olarak görülmüş ve satış ile ilgili kurallar para ödünç işleminde de kullanılmıştır. Bu nedenle ödünç veren kişinin, bu işlemde kar elde etmek istiyor olması, ödünç verenin, ödünç verdiği miktardan fazlasını istemesine neden olamaz. Çünkü bu malı çok beğenen bir müşteri karşısında, satıcının fiyatı yükseltmesi gibidir. Yine bu düşünce sistemine göre borcun ödenmesinde geç kalınması, ödenecek paranın artmasına neden olmaz. Çünkü böyle bir istek “zamanın satılması” anlamına gelir ki bu imkansızdır.¹⁰

Ortaçağda, faizin meşruluğunu ispatlamaya çalışanların düşüncelerini dayandırdığı iki temel mantık vardır. Bunlardan biri “damnum emergens” (risk karşılığı) yani ödünç verenin geri alamama riskine karşı bir bedel isteme hakkı olduğuna dayanan görüş; diğeri ise, günümüzde alternatif maliyet anlamına gelen ve ödünç verenin ödünç süresi içinde kaçırdığı kar elde etme fırsatı için yapılacak ek ödemeyi ifade eden “lucrum cessans”tır. Bazı yazarlara göre bu gerçek faizdir. Ancak tanımdan da anlaşılacağı gibi, ödünç verenin ödünç süresi içinde kar elde edip etmeme olanağının ne olduğu, böyle bir olasılık varsa, kaçırılacak karın büyüklüğünün ne olacağı son derece tartışmalı konulardır. Ticari faaliyetin yaygınlaştığı 15. yüzyılda din adamları, kar kaçırma olasılığının bir başka deyişle, tüccarların paraları ellerinde hazır olursa kar elde etme olasılığının yüksek olacağını düşünerek “lucrum cessans” ın ödenmesini kabul etmişlerdir.

⁸ Vural Savaş, *İktisatın Tarihi*, LDT, 1997, s. 123

⁹ O'Brien, *a.g.e.*, s. 177

¹⁰ Savaş, *a.g.e.*, 126

1.3. Merkantilizm ve Faiz

Merkantilistler, para miktarı ile faiz oranları arasında kantitatif oransal ilişki kurmayı denemişlerdir. Onlar kredileri besleyen fon hacmi ile faiz arasında bağılık görüyorlardı. Altın ve gümüş stokları zenginleştikçe kredinin genişleyeceğini, kredinin genişlemesiyle faiz oranının düşeceğini düşünüyorlardı. Faiz düşünce, üretim ve istihdamın artacağını sanıyorlardı. Para bolluğunun faizi düşürmesiyle maliyetlerin azalacağını ve rekabet piyasalarında yabancılara karşı güçlü duruma geçileceğini söylüyorlardı.¹¹ Josiah Child da, para hacmi genişletilir ve faiz oranı düşük tutulursa, ticaretin gelişeceğini savunan Merkantilistlerdendi.¹² 1621 yılında Thomas Culpeper, tefeciliğe karşı bir bildiri yayınlamıştır. Eserinde, faiz % 10 ise, en az % 10 kazanç sağlamayan bütün işlerin bırakılacağını açıklıyor. Ayrıca yüksek faiz oranlarının yatırımları yıldırıp aksattığını ileri sürüyor. Buna karşılık, faiz oranlarının düşürülmesinin toprakların değerini artırdığını savunuyor.

Merkantilist yazarların çoğu, iş hayatıyla ilgiliydiler. Para ve faiz sorunlarına kendi firmalarının penceresinden bakıyorlardı. Yayınlarında bilimsel gerçeklere değil, piyasa menfaatlerine hizmet etmeyi amaçlıyorlardı.

Merkantilist düşüncenin etkili temsilcilerinden bir diğer isim olan Thomas Mun'a göre faiz oranı ticaret ile birlikte yükselip alçalır, ve faiz oranlarının düşürülmesiyle ekonomi canlanmaz. Ona göre faiz oranları düşüktür. Çünkü ekonomide durgunluk olduğu için kredi talebi azdır. Kendi parasını kullanamayan tüccar başkasının parasını ödünç almak ihtiyacı duymaz.¹³

17. yüzyılda kantitatif metodları iktisat bilimine uyarlayan İngiliz iktisatçı Sir William Petty'e göre faiz, parayı ödünç vermekten kaynaklanan rahatsızlığın

¹¹ Feridun Ergin, *Para ve Faiz Teorileri*, Beta, 1983, s.145.

¹² A.g.e, 146

¹³ Vural Savaş, *İktisatın Tarihi*, LDT, 1997, s. 161

karşılanması için verilir. Dolayısıyla her an geri alınabilen vadesiz mevduata para ödenmemelidir.

1.4. Liberal Düşünce ve Faiz

Merkantilizmle aynı dönemde özellikle İngiltere’de gelişmeye başlayan liberal düşüncenin temsilcilerinden Nicolas Barbon, faiz ile rant arasındaki ilişkiyi daha derinlemesine açıklamayı başarmıştır. Nicholas Barbon da faiz oranlarının yasa ile belirlenmesine karşı çıkmıştır. Ona göre toprak “doğal stok”tur ve rant elde eder. Kapital de “işlenmiş stok”tur. Bu nedenle geliri toprağın gelirine benzer. Faiz genellikle para için hesaplanır. Çünkü faizle ödünç alınan para, yine para olarak ödenecektir. Fakat bu düşünce yanlıştır, çünkü faiz stok için ödenir; ödünç alınan para ya malları satın almak için veya önceden satın alınan malların parasını ödemek için harcanır. Hiç kimse elinde tutmak için faizle para almaz ve bu parayla elde edilmesi mümkün faizden almak istemez.¹⁴

İktisadi düşüncelerinden çok kişi özgürlüğü hakkındaki görüşleriyle tanınan İngiliz filozof John Locke, faizin düşürülmesi konusundaki çalışmasında, faizin tamamen parasal bir olgu olduğunu, faizin parayı kiralamanın fiyatı olduğunu ve bunun talep ve arz güçleri tarafından belirlendiğini ifade eder. Locke’un analizinde ticari faaliyetler için alınan borçlar ödünç verilebilir fonlar talebini oluşturur. Dolaşımda bulunan para da ödünç verilebilir fonlar arzını gösterir. Ona göre ticari faaliyet belli iken faiz oranı para miktarına bağlıdır.¹⁵

Liberal iktisadi düşüncenin diğer bir savunucusu Cantillon’a göre ise ekonomi dengede iken, faiz oranı parasal faktörlerle reel faktörler tarafından beraberce belirlenecektir. Cantillon faiz oranının tümüyle parasal bir olgu olduğu görüşünü red etmiştir. Ona göre faiz oranı, tasarruf ve üretkenlik tarafından belirlenir. Para miktarındaki bir artış, tasarruf arzında veya kapitalin üretkenliğinde bir artışa yol

¹⁴ Nicholas Barbon, *A Discourse of Trade*, Tho. Milburn, 1690, s. 31

¹⁵ John Locke, *Some Considerations of the Consequences of the Lowering of Interest and the Raising the Value of Money*, Black Swan, 1691, s. 13

açmadığı sürece faiz oranı üzerinde herhangi bir etkiye sahip olamaz. Cantillon, bir ülkede faizin ödünç verenlerle borçlananların karşılıklı sayısı tarafından belirleneceğini belirtir ve bir ülkede paranın bolluğunun veya kıtlığının alış verişe konu olan her şeyin fiyatını etkileyeceğini ancak bu durumun faiz oranıyla her hangi bir zorunlu ilişkisi olmadığını ifade eder.¹⁶

İktisadı bağımsız bir sosyal bilim haline getiren ilk düşünür olarak kabul edilen David Hume, “Faiz Üzerine” adlı denemesinde ise faiz teorisini açıklamıştır. Ona göre Merkantilistlerin, faizin para arzı tarafından belirlendiğini öne süren görüşleri yanlıştı. Hume, Miktar Teorisi’ne dayanarak yaptığı açıklamada, para arzındaki bir artışın bütün fiyatları yükselteceğini dolayısıyla para talebini de artıracığını, bu nedenle faiz oranının değişmeyeceğini öne sürmüştür. Hume’a göre faiz oranını belirleyen unsur reel kapital arzıdır. Hume, faiz oranı ile kar oranı arasında bir nedensellik bağı olmadığını savunur. Çünkü her iki oran da ekonomik büyüme tarafından belirlenir. Bu nedenle iki oran arasında karşılıklı bir bağıllık vardır, fakat bu bir nedensellik bağı değildir.¹⁷ Hume’a göre faiz oranı, reel faktörler yani tasarruf ve prodüktivite tarafından belirlenir. Prodüktivite belli olduğu zaman tasarruftaki bir artış denge faiz oranını azaltacaktır.¹⁸

1.5. Fizyokrasi ve Faiz

Fizyokrasinin en önemli temsilcisi ve kurucusu François Quesnay faizin varlığını kabul etmiş ve onu açıklamak için “arz-talep” ve “risk” kavramlarına dayanan teorileri red ederek kendisi yeni bir görüş öne sürmüştür. Quesnay’e göre faiz “bir doğal yasa” ya tabidir ve topraktan elde edilen gelire dayanır. Nasıl ki bir toprak parçasının alım ve satımında o topraktan elde edileceği umulan gelir rol oynuyorsa aynı yasa faiz için de geçerlidir. Yani faiz, topraktan elde edilecek gelire göre az veya çok olacaktır.¹⁹

Fizyokrasi okulunun ikinci büyük ismi Jacques Turgot’a göre, faiz, ödünç verilebilir fonların talebi ve arzı tarafından belirlenir ve “ekonomide kapitalin kıt veya

¹⁶ Richard Cantillon, *Essay on the Nature of Trade*, İng. Çev. Henry Hicks, Frank Cass Co., 1959, s. 161

¹⁷ David Hume, *Essays, Moral, Political and Literary*, Edit: Eugene F. Miller, Liberty Fund, 1987, s. 76

¹⁸ A.g.e., s.80

¹⁹ Vural Savaş, *İktisatın Tarihi*, LDT, 1997, s. 247

bol olduğunu gösteren bir barometre” hizmeti görür. Ödünç verilebilir fonlara olan talep tüketim ve yatırım harcamalarından kaynaklanır. Turgot’a göre başlıca beş çeşit yatırım harcaması vardır. Bunlar arazi alımı, parayı ödünç vermek, tarıma, sanayiye veya ticarete yatırmaktır. Bunlar içinde faiz ile parayı ödünç vermek en çok gelir getirir.²⁰

2. FAİZ ORANININ BELİRLENMESİ VE İŞLEVLERİ HAKKINDA KURAMSAL GÖRÜŞLER

Faiz teorisi, fiyat teorisine büyük bir benzerlik gösterir. Hatta bunun, fiyat teorisinin özel bir bakış açısı olduğunu da söyleyebiliriz. Faiz oranı ise, bugünkü mallar ile gelecekteki mallar arasındaki değişim oranını ifade eder. Nasıl ki, fiyat teorilerinde, iki farklı malın değişim oranı baz olarak alınır- kısmen psikolojik ya da sübjektif bir unsur- bu iki malın marjinal talep edilebilirliği- aynı şekilde faiz teorisinde de faiz oranı, bir başka ifade ile bugünkü ve gelecekteki mallar arasındaki değişim oranı, bir bakıma, marjinal talep edilebilirliğin bir türevidir; yani bugünkü ve gelecekteki mallar arasındaki marjinal tercih edilebilirliktir. Bu tercih, zaman tercihi veya insanın sabırsızlığı olarak adlandırılır.²¹

Faiz oranının belirlenmesi ve işlevleri hakkındaki kuramsal görüşler tarihsel açıdan beş başlık altında özetlenebilir: Klasik, Wicksell, Keynes, Hicks-Hansen ve nihayet Tobin’in görüşleri.²²

2.1. Klasik Faiz Kuramı

Adam Smith ve David Ricardo tarafından geliştirilen ve sonraki yıllarda diğerleri tarafından genişletilen klasik faiz teorisine göre faiz oranları yatırımlar ve tasarrufları dengeleyen güçtür. Yani faiz tasarrufun, bir başka deyişle tüketimi kısmanın karşılığıdır. Tasarruf arzı ve tasarruf talebi belirli bir denge faiz oranı oluşturur ve bu

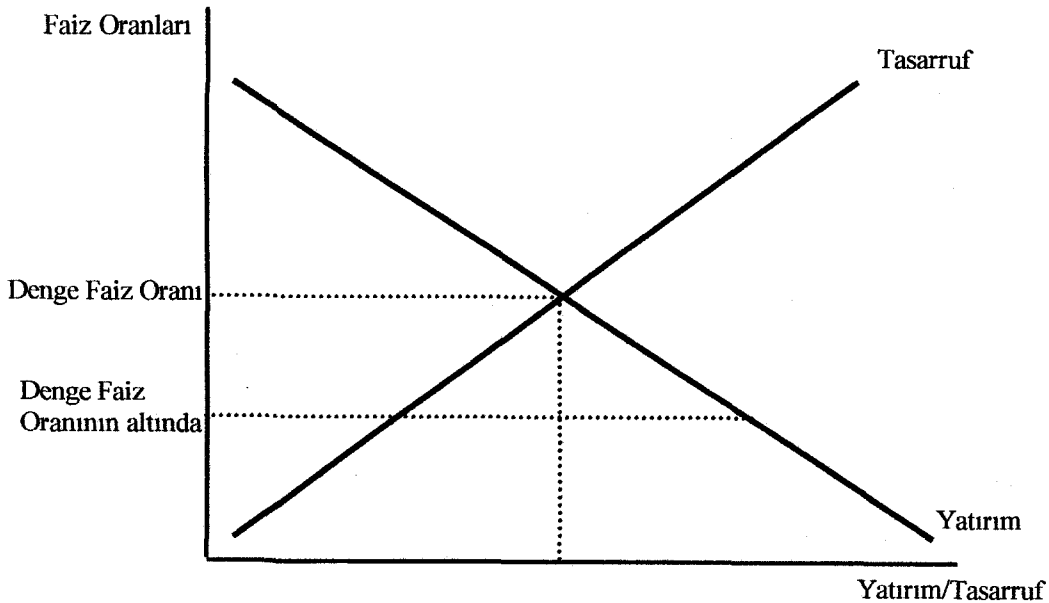
²⁰ A.g.e., 256

²¹ Irving Fisher, *Theory of Interest*, Mac Millan, 1930, s. 96

²² Nur Keyder, *Para Teori Politika Uygulama*, Beta, 2000, s. 345

oran otomatik olarak arz ve talep edilen tasarruf miktarlarını eşitler. Sonuç olarak tasarruflar her zaman yatırımlara eşit olur. Tüketiciler tasarruf yaparlar çünkü tasarruf sahipleri tüketimlerini erteledikleri için “faiz”le ödüllendirilirler. Yani tüketimin ertelenmesiyle, bugünkü gelirimiz gelecekte tasarruflardan kazanılan faiz neticesinde daha fazla tüketim yapmamıza olanak tanır. Kısaca yüksek faiz oranları gelirin daha fazla kısmının tasarruf edilmesi anlamına gelir. Faiz oranları yükseldikçe tasarruf miktarı da artar. Firmalar ise yatırım yapmak için tasarruf talep ederler. Fakat faiz oranları yükseldikçe talep edilen tasarruf miktarı azalır çünkü firmalar yatırımların getirisi faiz oranlarına eşit ya da faiz oranlarından yüksek olduğu sürece kar edebilecekleri için faiz oranları düştükçe en az sermayenin getirisi kadar kazanma fırsatı doğacaktır. Bu nedenle faiz oranları düştükçe yatırım hacmi artacaktır. Tasarruf arz ve talebinin bu yönde etkileşimleri sonucunda ise denge faiz oranı oluşur. Ortaya çıkacak her hangi bir tasarruf arz-talep fazlası veya tasarruf arz-talep kıtlığı faiz oranlarını değiştirecek ancak yeni denge faiz oranı tasarruf arzı ve tasarruf talebini tekrar dengeye ulaştıracaktır.²³ Klasik iktisatçılara göre denge faiz oranının oluşumu Şekil 1.1.’de gösterilmiştir.

Şekil 1.1: Klasik İktisatçılara Göre Denge Faiz Oranının Oluşumu



²³ Ernesto Screpanti, Stefano Zamagni, David Field, *An Outline of the History of Economic Thought*, Oxford University Press, 1995, s. 129

Adam Smith'e göre sermaye tasarrufun bir sonucudur. Gelirinden tasarruf yapan bir kimse, bunu sermayesine ekler; veya belli sayıda üretken elin istihdamını sağlamak için kendisi kullanır, ya da faiz, yani bir kar payı karşılığında başkalarına kiralayarak onların aynı şeyi yapmalarını sağlamak için kullanır.²⁴ Smith, kar seviyesinin en güvenilir ölçüsünün faiz oranı olduğunu söyler. Para kullanımı ile yapılabilecek iş hacmi artarsa, paranın kullanımı için önemli miktarlarda ödeme yapılacağını; yapılacak iş az olduğu zaman ise az ödeme yapılacağını bir kural olarak öne sürmek mümkündür. Bu nedenle faizin yükselmesi bize karın yükseldiğini gösteren bir işaret görevi görür.²⁵ Smith kendinden önceki yazarlar gibi, "faiz" kelimesini, ödünç verilen fonların kullanımı karşılığında yapılan bir ödeme anlamında kullanmaktadır. Smith'e göre, ödünç vermenin riskini karşılayacak bir minimum faiz oranı; ayrıca yatırımcıya faizi ödedikten sonra elinde belli bir kar kalmasını sağlayacak, minimum bir kar oranı olmalıdır. Dolayısıyla, Smith faizi brüt karın bir parçası olarak görmekte, "net karı" ise kapitalin bir getirisi olarak düşünmektedir.

Ricardo'ya göre, para miktarındaki bir artış ilk etapta faiz oranlarını düşürür. Bu durumda kar oranları değişmez çünkü bu, reel değişkenler tarafından belirlenir. Bankalardan sonsuz miktarda para talep edilmesi, paranın kullanımıyla elde edilen kar oranları ve paranın ödünç verilmesi karşılığında alacakları faiz oranlarına bağlıdır. Bankalar ödünç verdikleri fonlar karşılığında piyasa faiz oranının altında bir oran isterlerse, kredi talep edenler piyasa koşullarında oluşan faiz oranından daha düşük bir maliyetle kredi alabileceğinden, artan talep neticesinde bankaların ellerinde ödünç vermeyecekleri para miktarı kalmayacaktır. Böylelikle artan para arzı her piyasaya aktarılacak ve her yerde malların fiyatları yükselecektir. Yani başlangıçtaki para arzı fazlası, fiyatları yükselmiş olan malların sirkülasyonu için gerekli hale gelecektir. Para arzı fazlası kısıldığında faiz oranları kar oranları seviyesine geri dönecektir. Para arzındaki değişimler neticede sadece fiyat seviyesini etkileyecektir.²⁶

²⁴ Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of Wealth of the Nations*, Edit. Edwin Cannan, Methuen and Co. Ltd, 1904, s. 321

²⁵ A.g.e., s. 88

²⁶ John Eatwell, Murray Milgate, Peter Newman, *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Basingstoke, 1987, s. 111.

Klasik iktisadın diğerk düşünürü Jean Baptist Say'ın faiz hakkındaki görüşleri bir çok yönden Avusturya ekolüne benzer ve çok anlaşılırdır. Öncelikle Say, faiz oranının "paranın fiyatı" değil, kredinin ya da "sermaye ödöncünün" fiyatı olduğunu fark etmiştir. O nedenle paranın bolluğu ya da kıtlığı faiz oranlarını düzenler demek yanlış olur.²⁷ Tabiki Say, bu analizinde nominal ya da piyasa faiz oranlarını değil reel faiz oranlarını ele almıştır. Ayrıca Say açıkça görmüştür ki faiz oranları borçlunun ödememe riskinden doğacak kayba karşı sigorta işlevi gören belli bir miktar risk primi içermektedir.

Say'ın faiz oranları incelemesinde dikkat çeken en büyük eksiklik onun faiz oranlarını "zaman tercihleri" kavramıyla ilişkilendirmemesi yani faiz oranları hakkındaki açıklamalarını tüketicilerin şu an ellerinde bulundurdukları malları gelecekte elde edecekleri mallara tercih edecekleri hipotezine dayandırmamasıdır.

Bir diğerk klasik iktisatçı olan John Stuart Mill ise Adam Smith'in analizine katılmış ve faiz oranları ile kar oranları arasında bağıntı kurmuştur. Para, ne kadar kazandırırorsa ona o kadar faiz ödenecektir. Piyasa faiz oranlarındaki dalgalanmalar diğerk pazarlık ve satış konularındaki gibi, arz ve talep tarafından belirlenir. Genel ilke olarak günlük faiz oranları gün içinde arz edilen sermaye miktarı ile kredi olarak talep edilen sermaye miktarı tarafından belirlenirken uzun dönem faiz oranları sermayeden elde edilen ortalama kar oranına göre belirlenir. Faiz oranları kar oranlarının bir derece altında olduğunda tüm yatırımcılar sermaye ödünç alıp bunu yatırıma dönüştürmeyi isteyecektir. Borç vermek isteyenlerin sayısının artması da faiz oranlarını aşığıya çekecektir. Ekonomik belirsizlik dönemlerinde ya da devletin borçlanma ihtiyacı olduğü dönemlerde insanların borç vermeye ikna edilebilmesi için faiz oranları yükselecektir.²⁸

2.2. Wicksell'in Faiz Üzerine Görüşleri

Say Kanununu reddeden ve Miktar Teorisini kabul eden Wicksell miktar teorici kalmakla beraber, vardığı sonuçlar, bu teorinin kurucularından köklü bir şekilde ayrılan

²⁷ Jean Baptist Say, *A Treatise on Political Economy*, Lippincott, Grambo & Co., 1855, s.78

²⁸ John Stuart Mill, *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*, Longmans, 1874, s.92

düşünce sistemine dayanır. Çünkü o, düşüncelerini reel ekonomide değil tamamen parasal bir ekonomi sistemi içinde geliştirmiştir. Banka sisteminin kredi politikasıyla para hacmi, paranın tedavül sürati ve aynı zamanda fiyatlar üzerinde etkili olacağını belirlemiştir.²⁹

Wicksell kuramının miktar teorisini aşan yönü, parasal ekonomide parasal borçlanmayı ve faiz ödemeyi kabul etmesidir. İster parasal görünüşte ister reel görünüşte olsun Klasikler tek bir faiz oranı kabul etmişlerdir. Wicksell faiz oranını ikiye ayırmıştır. Bunlar aralarında ilişki olan parasal faiz oranı ve doğal faiz oranıdır.³⁰

2.2.1. Faiz Oranlarının Tanımı

Wicksell'e göre uygulamada parasal ve doğal faiz oranları geniş kavramlardır ve teorik anlamda da olsa, bunların tam olarak belirlenmesi büyük güçlükler ortaya çıkarır.

2.2.1.1. Parasal Faiz Oranı

Parasal faiz oranını belirlemek için hiç bir zorluk yoktur. Bu oran parasal borç piyasasında oluşur. Bununla birlikte Wicksell, Basit Kredi ve Örgütlenmiş kredi ayrımı yapar.³¹

Basit kredide bankalar yoktur. Borç alan ve verenler doğrudan temas kurarlar. Burada parasal faiz oranı arz edilen tasarruf hacmi ile borç talebinin önemine bağlıdır.

Örgütlenmiş kredide ise bankalar vardır. Bankaların varlığı ise parasal faiz oranının yapısını değiştirir. Bankalar, kişiler gibi, borç vermelerini yalnız kendi özkaynakları ile sınırlandırmazlar. Örgütlenmiş böyle ekonomilerde, parasal faiz oranı bankalar tarafından serbestçe saptanır. Faydalı bulurlarsa düşük oran saptarlar. Böylece

²⁹ Tezer Öçal, *Para Teorisi*, Ankara İkt. Ve Tic. İlm. Akademisi Yayın No:121, 1982, s.243

³⁰ A.g.e.

³¹ Jacob Marschak, "Wicksell's Two Interest Rates", *Social Research*, Vol.8, Kasım 1941, s.469-478

borç taleplerini çoğaltırlar, fakat verilen borca karşılık yeni fon girişleri devam eder.³² Wicksell faiz oranı yükselmesi konusuna pek değinmez. Ancak bankalar verilecek payları sınırlandırarak faiz haddi yükselişini ortaya çıkarabilir.

2.2.1.2. Doğal Faiz Oranı (Reel Faiz Oranı ya da Normal Faiz Oranı)

Bu faiz oranı üretimde reel sermayeden faydalanma oranıdır.³³ Wicksell'e göre buradaki sermaye yatırılan son sermayedir. Onun ilgilendiği üretimde kullanılan yeni bir sermayeden elde edilen faiz oranıdır. Bu son sermaye ona göre serbesttir ve yatırılmamıştır o nedenle bu sermayeyi ele almak gerekir. Söz konusu sermaye birikimi, gelirin bir bölümünün tüketilmesinden kaçınılmakla sağlanır. Tüketim malları, toprak ve emek talebinin azalması ya da durması nedeniyle, üretim ve gelecek tüketim için serbest sermaye yaratmak üzere serbest kalır ve parasal tasarruf olarak girişimcilerin eline kullanılmak üzere verilir.³⁴

Wicksell kısa dönem faizi ve uzun dönem faizi ayrımı yaparak, uzun dönem faizinin reel faiz oranına uygun olacağını belirtmiştir. Fakat Wicksell bu genel temel içinde iki ayrı tanım vermiştir. İlk tanımda, reel faiz oranının para olmayan bir ekonomide reel sermaye arz ve talebine göre oluşacağını söylemiştir. Buna göre, hiçbir para kullanması olmadan ve ödünç verme reel sermaye mallarının borç verilmesi şeklinde yapıldığında sermaye arz ve talebi faiz oranını belirler. Öte yandan Wicksell modern toplumlarda malların ödünç olarak verilip alınmasının olmayacağını, para ile alınıp satılacaklarını, paranın borç konusu olduğunu da belirtmiştir. Bu ve diğer nedenlerle, Wicksell doğal faiz oranı konusundaki ilk anlayışını sonradan terkederek yeni bir anlayışa girmiştir. Yeni anlayışında doğal faiz oranı kavramını kullanmaktan kaçınmış normal faiz oranı kavramını kullanmıştır.

Son anlayışına göre, normal faiz oranı borç alınmış para yardımıyla temin edilen üretken mal ve hizmetlerden girişimcilerin sağlamayı umdukları artık değere uygun düşer. O halde normal faiz oranı, Wicksell tarafından sermayeden sağlanan kar olarak

³² A.g.e.

³³ A.g.e.

³⁴ Carl G. Uhr, *Economic Doctrines of Knut Wicksell*, University of California Press, 1962, s. 164

tanımlanır. Bu kar ya da normal oran, reel sermayenin nisbi bolluğuna ve verimliliğine yani modern iktisat politikası diliyle reel sermayenin marjinal verimliliğine bağlıdır.

2.2.1.3. Faiz Oranlarının Farklılıklarının Sonucu: Kümülatif Süreç

Doğal faiz oranı ile parasal faiz oranı arasındaki farklılıkların sonuçlarını değerlendirmek için, tamamen parasal bir ekonomiyi gözönüne almak gerekir. Wicksell basit kredinin olduğu yani banka müdahalesinin olmadığı ekonomik sistemde farkın çok az olacağı veya olmayacağı görüşündedir.

Bununla beraber normal oran sermayenin marjinal verimliliğine göre değişir. Fakat bu değişme yatırım ve tasarruf eşitliği ve aynı zamanda malların bütününde arz ve talep eşitliğini sağlama etkisine sahiptir. Eğer sermaye kullanımı çekici ise kredi talebi artar ve önce tasarruf arzını aşar; faiz oranı yükselir ve daha fazla tasarruf yapmayı teşvik eder, girişimcilerin kredi talebi faiz oranının çok az yüksek olduğu yani parasal ve doğal faiz oranları farkının çok az olduğu yeni dengeye kadar devam eder.³⁵

Kredi sisteminin bankalarca yönetildiği ekonomilerde parasal oran bankalar tarafından saptanır. Bu oran normal haddenden yüksek veya düşük olabilir.

Bankalar, parasal ödünçleri için normal orandan daha düşük bir faiz oranı saptarlarsa ilk olarak tasarruf isteği kırılır. Bu nedenle mal ve hizmet talebi artar. İkinci olarak ise girişimcilerin kar olanağı artar. Bu durumda faktör talebi artar. Faktör sahiplerinin gelirleri artar dolayısıyla de fiyatlar genel düzeyi artar. Wicksell klasik düşünceye sadık kalarak tasarruf toplamının faiz oranına bağlı olduğunu kabul etmiştir.

Normal ve parasal faiz oranları arasındaki fark, normal faiz oranının ani değişmelerinden doğar ve bankalar parasal faiz oranı değişmesini gecikmeyle kabul ederler. Normal oran sürekli değişir. Tasarrufla beslenen reel sermaye artışı, yasal güvenliğin artışı, hayat düzeyi yükselişi normal oranı düşürür. Nüfus artışı, teknik buluşlar normal oranı yükseltir. Normal oranda bir değişme olduğunda, parasal faiz

³⁵ A.g.e.

oranı bunu izler. İki oranın farklı olması nedeniyle ortaya çıkan fiyat değişmelerinden başka normal ve parasal faiz oranı arasında bağ yoktur. Bu bağ esnektir. Reel faiz oranında meydana gelen bir artma banka faiz oranlarında derhal uygun bir yükselmeye neden olmaz. O halde parasal faiz oranı normal oranın altında kalır ve fiyatlar yükselir.³⁶

2.2.2. Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı

Ödünç verilebilir fonlar yaklaşımı finansal analistler tarafından tercih edilmektedir. Çünkü bu, kuramsal unsurların daha kolay kullandığı ve tahmin için baz oluşturmaya daha uygun bir yaklaşımdır. Klasik faiz teorisi yalnızca sermayenin marjinal prodüktivitesine ve tasarruf sahiplerinin zaman tercihlerine faiz oranını bağladığı için temelde bir para teorisi değildir. Klasik faiz teorisine finansal unsurları Knut Wicksell katmıştır. Wicksell sermaye piyasasına gelen ödünç verilebilir fonlar arzının kaynağının yalnızca cari tasarruf değil aynı zamanda yeni yatırılan para olduğunu vurgulamaktadır. Wicksell para talebinin yalnızca yatırım amaçlı talepten ibaret olmadığını aynı zamanda, gömüleme adı verilen aylak para talebindeki değişmelerden kaynaklandığını vurgulamaktadır. Gömüleme talebinin faiz esnek olduğu buna karşılık yeni para yaratımının, faize nispeten az esnek olduğu farz edilmektedir. Faiz oranına ödünç verilebilir fonlar arz ve talebini eşitleyen bir fiyat olarak bakılmaktadır. Ödünç verilebilir fonlar teorisi parasal faiz oranının kısa dönemde uzun dönem denge doğal faiz oranından nasıl ayrıldığını ortaya koymaktadır. O halde ödünç verilebilir fonlar teorisi parasal faiz oranının bir dengesizlik teorisidir. Ayrıca ödünç verilebilir fonlar teorisi gelir ve fiyatlar gibi önemli değişkenleri veri kabul ettiğinden bir kısmi denge teorisidir.³⁷

³⁶ Knut Wicksell, *The Influence of Rate of Interest on Prices*, Economic Journal, XVII,1907, p.213-220

³⁷ İlker Parasız, *Para Ekonomisi*, Ezgi, 1991, s. 195-196

2.3. Keynes'in Faiz Üzerine Görüşleri

Keynes'in faiz teorisi likidite tercihi üzerine dayanır. Likidite tercihi insanların ellerinde para tutmak arzularına verilen isimdir. Parayı elde bulundurmanın paradan başka şey bulundurmaya göre bazı avantajları vardır. Bu ise paranın mutlak likiditesinden kaynaklanır. Yani para istenildiği zaman diğer mal ve hizmetlerin alınmasında kullanılabilir. İnsanlar ellerindeki parayı başkalarına ödünç verdikleri zaman, servetlerinde hiç bir değişiklik olmamakla beraber likiditenin azalması ile özveride bulunmuş olurlar. Ödünç verilecek paranın bir yüzdesi biçiminde ifade edilen bu tazminata faiz denmektedir. Faiz, Keynes'e göre paradan ayrılmanın ödülüdür. Halbuki klasik iktisatçılar faizi tüketimi kısmının karşılığı olarak görüyorlardı. O halde faiz oranı, insanların ellerinde para tutma arzularının, likidite tercihlerinin ölçüsüdür. Yani, diğer değişkenler sabitken insanların likidite tercihleri kuvvetlenirse faiz oranı yükselir, zayıflarsa faiz oranı düşer.³⁸

Faiz oranı insanların ellerinde tutmak istedikleri para miktarıyla piyasada mevcut para stokunu eşitleyen fiyattır. Analize diğer bir açıdan bakacak olursak, parayı elde tutmanın neden olduğu zararı faiz oranı ile ifade edebiliriz. Likidite tercihi sabitken, elde para tutmanın neden olacağı kayıp yani faiz oranı yükselirse, kişiler ellerinde öncekinden daha az miktarda para tutmak isteyeceklerdir. Aksi halde de tam tersi durum geçerli olacaktır.

Piyasadaki para miktarı arttığında ya da azaldığında faiz oranları değişeceğinden faiz oranını belirleyen faktörler bir yandan likidite tercihi diğer yandan para miktarıdır. Keynes için faiz oranının belirlenmesi, paranın kıymet biriktirme fonksiyonundan kaynaklanan parasal bir olaydır. Onun paranın bir kıymet biriktirme aracı olarak elde tutulması görüşü, kendinden önceki iktisatçılardan ayrıldığı bir diğer önemli konuyu oluşturur. Çünkü klasik ve neoklasik iktisatçılara göre parayı elde tutmanın tek nedeni günlük işlemlerin yapılmasını sağlamaktır. Keynes bu görüşü reddetmiş ve para talebinin üç nedene bağlı olduğunu söylemiştir. Bunlar işlem motifi, ihtiyat motifi ve spekülasyon motifidir. İşlem ve ihtiyat nedeniyle yapılan para talebi, doğrudan doğruya

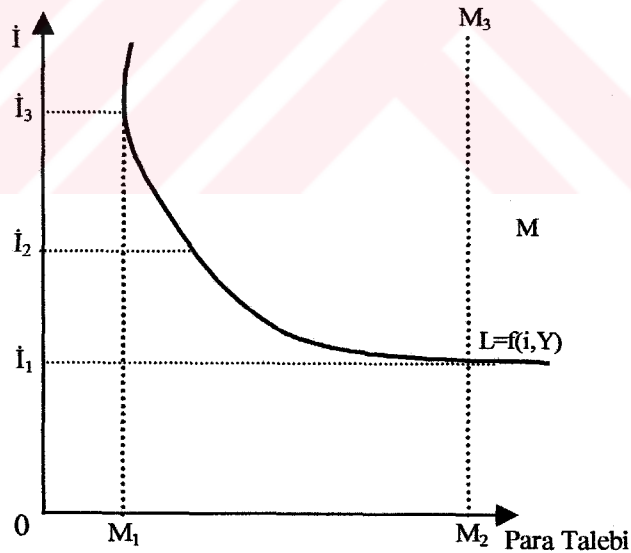
³⁸ Sadun Aren, *İstihdam Para ve İktisadi Politika*, Savaş, 1998, s.25

ekonominin üretim seviyesi tarafından belirlenir. İş hacmi arttığı zaman harcamalar doğal olarak artacağı için o da üretim seviyesine bağlı olacaktır.³⁹

İşlem ve ihtiyat nedeniyle yapılan para talebi genellikle faize karşı esnek değildir. Her ne kadar faiz oranları çok yüksek olduğu zaman bu iki nedenle yapılan para talebini azaltıp, yüksek faiz gelirini elde etmek düşünülürse de, genellikle buna imkan bulunamaz. Buna karşılık spekülasyon nedeniyle yapılan para talebi faiz oranlarındaki değişmeye karşı çok duyarlıdır. Bu nedenle spekülasyon nedeniyle para talebi ile tahvil fiyatlarındaki değişmeler ve değişik vadelere uygulanan faiz oranları arasındaki ilişkiyi gösteren bir para talep eğrisi çizmek mümkündür.⁴⁰

Faiz oranları ile para talebi arasındaki ilişki Şekil 1.2.'deki L eğrisi ile gösterilmiştir.

Şekil 1.2: Keynes'e Göre Faiz Oranları ile Para Talebi Arasındaki İlişki



Yukarıdaki şekilde her gelir düzeyinde faiz oranı ne olursa olsun, bir miktar nakit para elde tutulacağı için L eğrisi i_3 faiz oranından yukarıdaki kısımda, faize karşı elastik olmadığını göstermek için dik çizilmiştir. Spekülasyon motifi ile para talebi ise

³⁹ John Maynard Keynes, *General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, 1936, s.166-172

⁴⁰ A.g.e, s.197

faize karşı elastik olduğu gibi, faiz oranı belli bir seviyeye düştüğü zaman da sonsuz elastik olur. Şekilde L eğrisinin I_1 faiz oranında yatay eksene paralel bir doğru ile çizilmesinin nedeni budur.

Keynes en düşük faiz oranında para talebinin sonsuz olması haline likidite tuzağı adı verir. Bu durumda faiz oranının daha da aşağıya düşmesi mümkün olmaz. Dolayısıyla hemen hemen mutlak olarak, herkes çok az faiz getiren bir borç yerine parayı elde tutmayı tercih edecektir.⁴¹ Sonuç olarak toplam para talebinin, işlem ihtiyat ve spekülasyon nedeniyle yapılan taleplerinin toplamına eşit olduğunu ve bu nedenle, hem faiz oranı ile hem de gelir seviyesi ile ilişkili olduğunu söylemek mümkün olur.

Keynes'in "likidite tercihi teorisi" ne göre faiz oranı parasal bir olay olup, para talebi ve para arzı tarafından belirlenir. Faiz oranı ise para arzı ve para talebini eşitler. Oysaki klasik ve neoklasik teoride faiz oranının tasarruf ve yatırımı birbirine eşitleyeceği düşünülmüştür.

2.4. Hicks-Hansen Teorisi

Hicks, 1937 yılında yayınladığı ünlü makalesinde⁴², Keynes'in Genel Teori'sindeki görüşlerini klasik iktisadın temel ilkeleri ile bağdaştırarak adeta iki teorinin sentezini yapmıştır. Hicks çalışmasında önemli ölçüde Walras Denge Modelinden etkilenmiş, böylece Keynes'in Genel Teori'sindeki açıklamalarını bu çerçevede yorumlamıştır. Hicks kısa dönem denge gelir ve istihdam düzeyi ve faiz oranının; geometrik olarak paranın arzı para talebine eşitlendiği bir seviyede belirleneceğini kabul etmiştir.⁴³ Hicks'in bu görüşleri daha sonra Alvin H. Hansen tarafından geliştirilmiş ve iktisat literatürüne Hicks-Hansen modeli olarak girmiştir. Gelir-Harcama Modeli (Income-Expenditure Model) veya IS-LM Analizi olarak da

⁴¹ A.g.e, s. 207

⁴² John R. Hicks, "Mr. Keynes and The Classics: A suggested Interpretation", *Econometrica*, 5 Nisan 1937, s. 147-159.

⁴³ A.g.e.

adlandırılan bu neo-klasik sentez daha sonraları başlıca Don Patinkin, Paul Samuelson ve James Tobin'in çalışmaları ile önemli ölçüde geliştirilmiştir.⁴⁴

Keynesyen Çapraz Modelinin (Harcama-Gelir Modelinin) yerini alan IS-LM yaklaşımının mantığı Keynes'in neo klasik faiz teorisine bakış açısını yansıtır. Keynes, neo-klasik teorinin faiz haddini belirleyemediğini çünkü faizi belirleyecek olan tasarruf arzı ile yatırım talebinin faize bağlı olduğunu öne sürmüştür. Bu durumda faiz oranı bilinmeyecek, o bilinmeyince yatırım miktarı bilinmeyecek, yatırım bilinmediği sürece gelir düzeyini bilmek mümkün olmayacaktı. Diğer bir deyişle tasarruf arzı ile yatırım talebi birbirine bağlı olduğu için faiz oranı belirlenemeyecektir.

Hicks, aynı tip bir belirsizliğin, Keynes'in kendi faiz teorisi için de söz konusu olduğunu öne sürmüştür. Likidite tercihi şedülü ile para arzı şedülünün de faiz oranını belirleyemeyeceğini, her bir gelir seviyesi için farklı bir likidite tercihi şedülü söz konusu olacağını söylemiştir. Spekülasyon motifi ile para talebi, gelir seviyesine bağlı olmasa bile, işlem ve ihtiyat motifi ile talep edilecek para miktarını bilebilmek için gelir düzeyinin bilinmesi gerekecektir. Bu nedenle Keynes'in teorisinde de faiz oranını belirlemek mümkün olmayacaktır.

Hicks, "Yeniden Yorum Önerisi'nde"⁴⁵, Keynes'in teorisi ile neoklasik teori ancak birlikte ele alındıkları zaman faiz oranını belirlemenin mümkün olacağını göstermiştir. Çünkü bu iki teori bir araya geldiğinde, faiz oranını belirleyecek bütün unsurlar tamamlanmış oluyordu. Alvin Hansen de benzer bir açıklamayı "A Guide to Keynes" (Keynes'e Bir Kılavuz) adlı kitabında yapmıştır.⁴⁶ Buna göre faiz haddini belirleyen dört değişken vardır. Bunlar, (1) tasarruf fonksiyonu, (2) yatırım talebi fonksiyonu, (3) likidite tercihi fonksiyonu ve (4) para miktarıdır. Bu dört değişken, IS ve LM adını taşıyan iki eğrinin elde edilmesinde kullanılır, bu iki eğri de faiz oranını belirler.⁴⁷

⁴⁴ Vural Savaş, *Keynesyen İktisat Yıkılırken*, Fatih, 1984, s. 47

⁴⁵ John R. Hicks, "Mr. Keynes and The Classics: A suggested Interpretation", *Econometrica*, 5 Nisan 1937, s. 147-159.

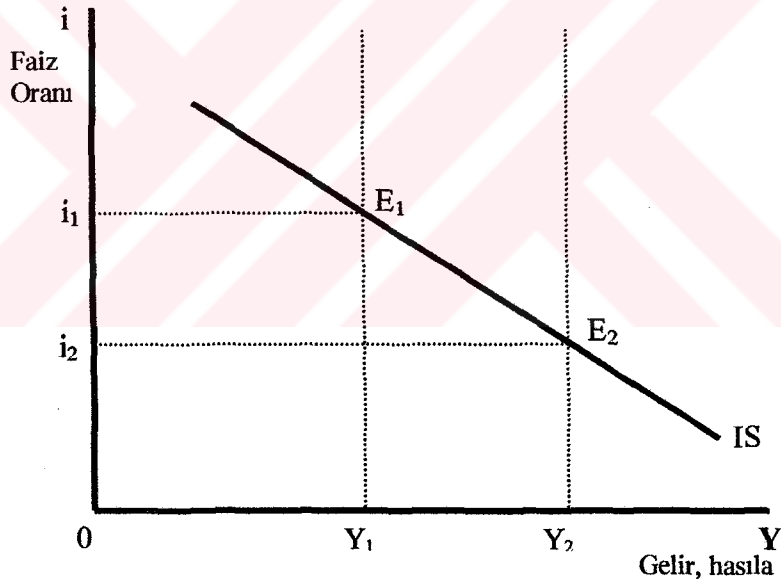
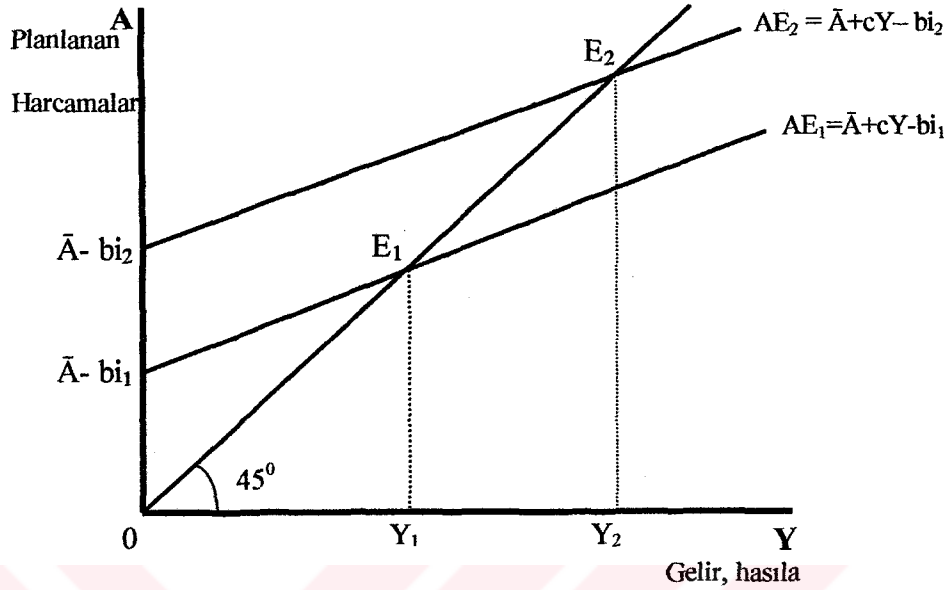
⁴⁶ Alvin H. Hansen, *A Guide to Keynes*, Tosha Printing Co., 1953, s. 38

⁴⁷ A.g.e

IS eğrisi (Yatırım-Tasarruf Eğrisi) Şekil 1.3.'te gösterildiği gibi yatırım eğrisi ile değişik gelir seviyelerinde ve faiz oranlarında tasarruf miktarını gösteren eğriler yardımıyla elde edilir. Aşağıdaki şeklin üst panelinde dış ilişkileri ihmal edersek toplam talep tüketim, yatırım ve kamu harcamalarından oluşur, ancak yatırımlar otonom değildir. \dot{I}_1 faiz oranında mal piyasasında denge ($AE=Y$ şartı) E_1 noktasında ve Y_1 gelir düzeyinde oluşur. Faiz oranı \dot{I}_2 'ye düştüğünde, yatırım harcamaları artar ve toplam talep yukarı kayar, gelir düzeyi yükselir. Bu şekilde oluşan tüm denge noktaları Şekil 1.3.'ün alt grafiğine aktarıldığında bu noktaların geometrik yeri IS eğrisini oluşturacaktır.⁴⁸

⁴⁸ Kemal Yıldırım, **Talep Yönlü Makroekonomik Politikaların Etkinliği 1980-1990 Türkiye Örneği**, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları No:659, 1992, s.8

Şekil 1.3: IS Eğrisinin Elde Edilişi

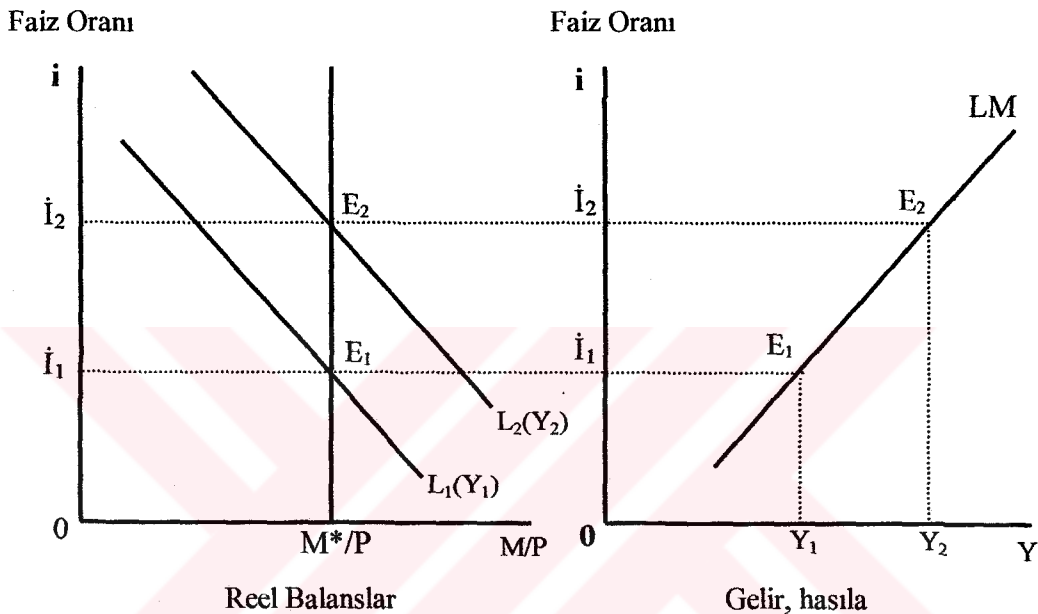


Faiz oranları değişikçe denge gelir ve hasıla düzeyi de değişik. Mal piyasasında faiz oranı ile gelir düzeyi arasındaki ilişkiler IS eğrisiyle ortaya konur. Bu eğri üzerinde her noktada $I = S$ olup, değişik faiz ve gelir bileşimlerinde tasarruf ve yatırımın ne kadar olacağını gösterir. Bu mal piyasasında denge koşullarının sağlandığını açıklar. Buna göre faiz oranı; gelir seviyesi, tasarruf ve yatırım tarafından belirlenmektedir.⁴⁹

⁴⁹ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, *Makroekonomi*, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, Yayın No: 145, 2001, s. 175

LM eğrisi (para arz-talep eğrisi) ise her değişik gelir düzeyindeki para talep eğrisi ile, para arzını gösteren bir eğri tarafından belirlenir. Bkz. Şekil 1.4.

Şekil 1.4: LM Eğrisi



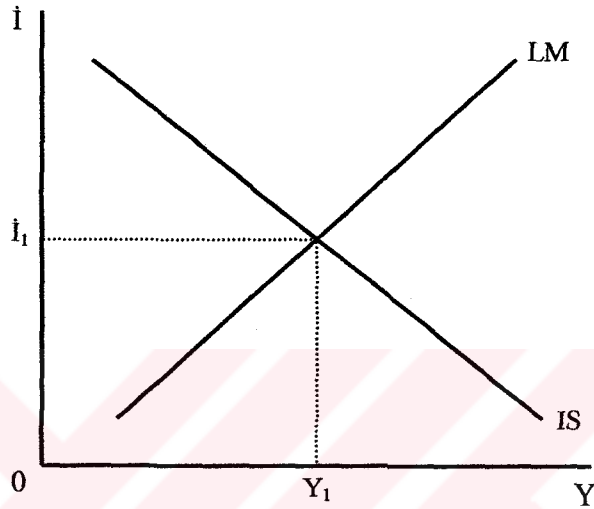
Şekil 1.4'ün sol panelinde gelir düzeyi arttıkça, aynı faiz oranında para talebi daha fazla olacağı için para talep eğrisi $L_1(Y_1)$ den $L_2(Y_2)$ e doğru kayacaktır. Bu eğrilerin para arzını gösteren eğriyle kesiştikleri noktalarda para arzı para talebine eşit olmaktadır. Bu noktaların geometrik yeri ise sağ paneldeki para arz-talep eğrisini (LM) verir. LM eğrisi üzerinde her noktada para talebi para arzına eşittir, yani para piyasasında denge koşulu sağlanmış olur. Bu durumda faiz oranı, gelir seviyesi, para arzı ve para talebi tarafından belirlenmektedir.⁵⁰

Şekil 1.5'te bu iki eğri aynı diyagramda birleştirilmiştir. İki eğrinin kesişme noktası hem denge milli gelir seviyesini hem de denge faiz oranını gösterir. Böylece faiz

⁵⁰ A.g.e., s. 188

oranını belirleyen dört değişken, tasarruf, yatırım, para talebi ve para arzı bir araya getirilmiş olmaktadır.⁵¹

Şekil 1.5: Denge Faiz Oranı ve Denge Milli Gelir Seviyesi



2.5. Tobin'in Faiz Üzerine Görüşleri

Tobin⁵² ve Gurley ve Shaw⁵³, aynı sıralarda birbirlerinden bağımsız olarak, Keynesyen likidite tercih modelinin geliştirilmiş bir biçimini sunmuşlardır. Tobin'in portföy kuramına göre bireyler, parasal, finansal ve reel yatırım araçlarından oluşan portföylerini, bu değerlerin görece fiyat ve getirileri ışığında yeniden düzenlerler. Portföy dengesi, alternatif yatırım araçlarının getiri oranları eşitlendiğinde yeniden kurulmaktadır. Burada para talebi denkleminin bağımlı değişkeni "para talebinin toplam değerlere oranı" şeklinde tanımlanmakta, ve açıklayıcı değişkenler arasında çeşitli yatırım araçlarının getiri oranları bulunmaktadır. Böylece faiz oranlarının

⁵¹ William H. Branson, *Makro İktisat Teorisi ve Politikası*, Çev: İbrahim Kanyılmaz, Alfa, 1995, s. 80

⁵² James Tobin, "Money, Capital and Other Stores of Value", *AER*, Vol.51, Mayıs 1961, s. 26-37

⁵³ John G. Gurley, Edward S. Shaw, *Money in the Theory of Finance*, Brookings Institution, 1960

belirlenmesinde sadece para arzı ve talebi değil, diğer yatırım araçlarının arzı da rol oynayabilmektedir.⁵⁴

Bu yeni yaklaşımda, tahvil getirilerinde belirsizlik olması halinde, kişilerin aynı anda hem tahvil hem para tutmalarının daha doğru bir seçenek olacağı savunulmaktadır.

Tobin'e göre klasik teoride faiz oranları ve ekonomideki sermaye yoğunluğu üretkenlik ve tutumluluk tarafından belirlenir. Bu ise teknoloji ve tasarruf eğilimlerinin karşılıklı etkileşimi anlamına gelmektedir. Bu durum sermayenin birikim oranının emeğin büyüme oranından farklı olduğu, sermaye yoğunluğunun sabit olduğu kısa vadede doğrudur. Ona göre Keynes, kısa vadede portföy kararlarının ve parasal faktörlerin neden değiştiğini açıklar hatta bazı durumlarda faiz oranlarının belirleyicilerini ve kapital birikim sürecini açıklar. Tobin ise buna benzer bir durumun uzun vade de geçerli olabileceğini savunur. Tobin'e göre denge faiz oranı ve sermaye yoğunluğu oranı genel olarak para arzı, portföy seçimi davranışları, teknoloji ve kişilerin tutumluluk dereceleri tarafından belirlenir.⁵⁵

3. IRVING FISHER VE BÖHM BAWERK'İN FAİZ ÜZERİNE GÖRÜŞLERİ

Yukarıda bahsettiğimiz kurumsal görüşler altında incelemediğimiz ancak faiz teorisinin gelişiminde önemli katkıları olan iki iktisatçı daha vardır. Bunlardan birincisi Avusturya Okulunun kurucularından, parasal olmayan faiz teorisini geliştiren Eugen von Böhm Bawerk, diğeri ise neo klasik itisatçılardan ve faizin sermayenin geliri olmadığını savunan Amerikalı iktisatçı ve matematikçi Irving Fisher'dir.

⁵⁴ Nur Keyder, *Para Teori Politika Uygulama*, Beta, 2000, s.347

⁵⁵ James Tobin, "Money and Economic Growth", *Econometrica*, Vol.3, Ekim 1965, s. 671-684

3.1. Eugen von Böhm Bawerk

Böhm Bawerk'in faiz teorisi "Acyo Teorisi" (zaman tercihi teorisi) olarak bilinir ve 20. yüzyılın hemen başında bir gelir dağılımı teorisi olarak öne sürülmüş, ilk parasal olmayan faiz teorisidir. Bu dönemde öne sürülen faiz teorisi, diğer üretim faktörlerinin fiyatlarına oranla, kapitalin reel gelir oranını açıklamayı amaçlamıştır. Bawerk, sermaye ve faiz teorisini subjektif değer teorisinden bağımsız olarak ele almıştır. Böhm Bawerk'e göre üretim zaman içinde gerçekleştiği için ve Ekonomik İnsan sistematik olarak daha önceki tercihleri ile sonrakilerini birlikte değerlendirdiğinden sermaye yoğun üretim faaliyetleri başarısız olmayacaktır. Böhm-Bawerk'e göre, gelirin marjinal faydasının zamanla azalması nedeniyle insanların gelecekte daha fazla gelir elde etmeyi ümit etmeleri; psikolojik nedenlerle bir malın marjinal faydasının zamanla azalması ve üretimin uzun süreli bir uğraş olması faiz oranlarının pozitif olmasına neden olmaktadır.⁵⁶

Böhm-Bawerk bugün mevcut mallara atfettiği yüksek değer için üç neden göstermiştir. İlk iki sebep psikolojik kaynaklı olup üçüncüsü tüketici ödünçleriyle ilgilidir. Çünkü insanların çoğu gelecekteki istekleri daha iyi karşılayabileceklerini düşünür, ve ayrıca insanların hemen hepsi gelecek istekleri daha az önemli sayar. Bu iki unsur birbirini güçlendirir ve bugün mevcut olan malların değerini artırır. Üçüncü sebep ise teknik bir sebep olup üretici ödünçleri ile ilgilidir. Bugün mevcut olan mallar, insan ihtiyaçlarının tatmini yönünden teknik olarak daha üstün mallardır ve gelecekteki mallara oranla daha yüksek fayda sağlar. Eğer faizin varlığı için öne sürülen sebeplerden sadece üçüncüsü geçerli olsaydı, dolambaçlı üretim metodunun daha yüksek olan verimliliği, sonsuz uzunlukta bir üretim dönemi ile sonuçlanacaktı. Bununla birlikte, gelecek malların değerinin bugüne göre iskonto edilmesine neden olan birinci ve ikinci sebepler, üretim döneminin sonsuz şekilde uzun olamayacağını gösterir. Bu nedenle ilk iki sebeple üçüncü sebep birlikte üretim sürecinin optimal uzunluğunu belirler. Dolayısıyla bugünkü malların gelecek mallarla değişimindeki

⁵⁶ http://www.canaktan.org/politika/liberal_demokrasi/dusunurler/bawerk.htm/ 20.07.2004

acyo, bir taraftan gelecekteki değerlerin psikolojik nedenlerle bugüne göre iskonto edilmesinden diğer taraftan da dolambaçlı üretim yönteminin daha büyük üretim değeri yaratmasından kaynaklanır. Gelecek mallara oranla bugünkü malların tercih edilmesi marjinal birimler yönünden *faiz oranı* ile ifade edilir. Faiz oranı, bir fiat kavramı olup bugünkü mallar ile gelecekteki mallar arasındaki değer farkını yansıtır.⁵⁷

Böhm Bawerk faizin en basit şekilde ortaya çıkışını tüketicilerle ilgili olarak açıklar. Borç alan borç verene kendisine bugünkü malları elde etme imkanı verdiği için faiz ödemelidir. Ona göre gelecek mallara oranla bugünkü malların tercih edilmesi, marjinal birimler yönünden faiz oranı ile ifade edilir. Faiz oranı bir fiyat kavramı olup bugünkü mallar ile gelecekteki mallar arasındaki değer farkını yaratır. O'na göre faizin ağırlık merkezi zaman sorunudur.⁵⁸

3.2. Irving Fisher

Fisher'e göre faiz kapitalin geliri olmayıp her tür gelirin zaman içindeki akımından kaynaklanan bir gelirdir. Bütün üretim faktörleri, zaman içinde gelir yaratır. Eğer bu gelir akımları mevcut faiz oranı ile iskonto edilirse bu akımların kapitalize değeri bulunur. Bir üretim faktörünün sahibi o üretim faktörünün kapitalize değeri ile gelir akımını karşılaştırmak suretiyle o faktörden elde edeceği faiz gelirini hesaplar. Fisher, kira ve faizi aynı geliri ölçmenin farklı iki yolu olarak görür. Fisher'in verdiği bir başka örnek de şudur: Mesleki eğitime yapılan bir yatırım işçinin gelecek gelirini arttıracaktır. Bu durumda emek adı verilen üretim faktörü kapital olarak düşünülebilir. Ve gelecekte elde edilecek gelir akımını bugün yapılan eğitim harcamasına eşitleyen iskonto oranı, faiz oranını gösterir. Bu açıdan bakınca Fisher'e göre faiz gelirin bir kısmı değil tümüdür. Fisher'e göre faiz toplumun şimdiki bir doları, gelecekteki gelirin bir dolarına tercihini yansıtan bir indekstir. Fisher faiz oranını belirleyen faktörleri subjektif unsurlar-kişilerin zaman tercihi-, ve yatırımın fırsat maliyeti olarak ikiye ayırmıştır. Birinci grup unsurlar, bireylerin bugünkü malları veya geliri, geleceğin

⁵⁷ Eugen von Böhm Bawerk, *The Positive Theory of Capital*, ev: William A. Smart, Macmillan, 1891, s. 273

⁵⁸ Eugen von Böhm Bawerk, *Capital and Interest: A Critical History of Economic Theory*, Macmillan, 1890, s.153

mallarına veya gelirine tercih etmelerine neden olan unsurlardır. Fisher bunlara *sabırsızlık ilkesi* ya da *istek ilkesi* adını vermiştir. İkinci grup unsurlar ise mevcut yatırım olanakları ile nihai malları üretmekte kullanılan faktörlerin produktivitelerini kapsar.⁵⁹

Fisher'e göre bireyler ödünç almak, ödünç vermek, yatırım yapmak veya yatırımlarını tekrar likit varlığa dönüştürmek gibi davranışlarla gelir akımlarını değiştirmek olanağına sahiptirler. Bu olanaklardan hangilerini ne zaman kullanacakları ise, farklı yatırımların getiri oranları ile piyasa faiz oranına bağlıdır. Faiz oranını sadece yatırımın getiri oranına bağlayan Böhm-Bawrk'in aksine Fisher faiz oranının hem yatırımın getiri oranı hem de bireyin zaman tercihi tarafından belirleneceğini söylemiştir.⁶⁰

Fisher ilk önce bir bireyin, önceden belirlenen bir faiz oranı karşısındaki davranışlarını inceler daha sonra piyasa dengesinin nasıl oluştuğunu araştırır. Bir birey için önemli olan zaman tercih oranını, önceden oluşmuş faiz oranı ile uyumlu hale getirmek için gelir akımının zamanlamasını değiştirebilmektir. Eğer ferdin tercih oranı, piyasa oranının üstünde ise, birey gelecekteki fazla gelirinin bir kısmını, şu anki yetersiz gelirine bir eklemeye bulunmak için ödünç alacaktır. Öte yandan birey tamamen kişisel karakteri ya da geliri veya her ikisi nedeniyle piyasa oranının altında bir tercih oranına sahipse kişi bugünkü fazla gelirinin bir kısmını ödünç verecektir.

Alternatif yatırım imkanlarının nisbi cazibesi mevcut faiz oranına bağlıdır. Fisher iki yatırım tercihinin bugünkü değerini masrafları aşan getiri oranına eşitleyen faiz oranına farazi faiz oranı adı verir. Fertler yatırım imkanları arasında masrafları aşan umulan marjinal getiri oranını, faiz oranına eşitlemek suretiyle gelir akımının bugünkü değerini maksimize edecek olanı seçer. Fisher, bireylerin bu şekilde davranmaları halinde denge faiz oranının belirleneceğini savunur. Çünkü tam rekabet koşulları altında çalışan bir piyasada gelir akımları, ödünç verme borç alma ve yatırım yapma suretiyle serbestçe değiştirebilir.⁶¹

⁵⁹ Irving Fisher, *The Theory of Interest*, Macmillan, 1930, s. 276

⁶⁰ A.g.e.

⁶¹ A.g.e.

Fisher'in miktar teorisi para talebinin tamamıyla gelirin bir fonksiyonu olduğunu ve faiz oranlarının para talebi üzerinde hiç bir etkisinin olmayacağını iddia etmektedir. Fisher'in böyle bir sonuca varmasının nedeni, insanların parayı yalnızca işlemlerini sürdürmek için tuttukları ve ellerinde tutmak istedikleri para miktarı açısından bir hareket serbestisine sahip olmadıklarına inanmasıdır.⁶²

⁶² Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **Makroekonomi**, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, Yayın No: 145, 2001, s. 565



İKİNCİ BÖLÜM

FAİZ ORANLARININ VADE YAPISI VE VADE YAPISI TEORİLERİ

1. FAİZ ORANLARININ VADE YAPISI

Birinci bölümde faiz oranına ve faizin ortaya çıkışına ilişkin ortaya atılan teoriler incelenirken dikkatimizi çeken en önemli unsur tüm bu teorilerin tek bir faiz oranı olduğunu varsayması idi. Ancak faiz oranları ve bono fiyatları arasındaki ilişki düşünüldüğünde, tek bir faiz oranı olmadığı vade ve risk dikkate alındığında piyasada çeşitli faiz oranlarının bulunduğu görülmektedir. Risk unsuru bir tarafa bırakıldığında vadenin değiştirilmesi faiz oranlarını da değiştirecektir. Bu bölümde faiz oranlarının vade yapısının literatürdeki gelişimi ve bunların yorumu bugünün bakış açısıyla incelenecek ve yorumlanacaktır.

Hem klasik hem de marjinalist ekonomistlere göre normal kar oranı ile paranın faiz oranı arasında ikincisinden ilkinе doğru giden uzun dönemli nedensel bir ilişki vardır. Faiz oranları temel olarak reel ücret oranı, üretim teknikleri, üretkenlik, tutumluluk vb. gibi normal kar oranını açıklayan reel güçler tarafından belirlenir.⁶³ Ancak faiz oranlarının oluşmasında reel değişkenler ne kadar etkili olursa olsun görünüşte piyasa faiz oranlarının asıl belirleyicileri para otoriteleridir. Biz burada faiz oranları üzerinde etki eden diğer değişkenleri sabit kabul edip, faiz oranlarının zaman yapısını açıklamak üzere faiz oranlarının vade teorileri üzerinde odaklanacağız.

1.1. Vade Yapısının Tanımı

Finansal literatürde belirli bir ödeme gününe sahip bir borç aracının vadesi, o borcun ödeme gününe kadar geçen zamana ifade eder.

Her hangi bir zaman diliminde faiz oranlarının vade yapısı ise faiz oranının vade fonksiyonunu gösterir.⁶⁴

Bir borç aracına uygulanacak faiz oranı bir çok faktöre bağlıdır. Bunlar arasında risk, likidite, vergilendirme durumu vb. unsurlar sayılabilir. Faiz oranlarını etkileyen bir

⁶³ Massimo Pivetti, *An Essay on Money and Distribution*, Macmillan, Birinci Baskı, 1991, s. 8.

⁶⁴ David F. Babbel, "Interest Rate Dynamics and the Term Structure: A Note." *Journal of Banking and Finance* 12, Eylül 1988, s. 401-417.

diğer unsur ise borcun vadesidir. Aynı risk, likidite ve vergilendirme özelliklerine sahip borç araçlarının vadeleri farklı ise bunlara uygulanacak faiz oranı da farklı olur. Buna faiz oranlarının vade yapısı denir. Vade yapısı genelde yukarı doğru eğimlidir yani uzun dönemde faiz oranları kısa döneme göre daha yüksektir ve faiz oranı vade uzadıkça artar. Ancak bazı durumlarda faiz oranları vade göstergesi aşağıya doğru eğimli ya da orta vadede faiz oranlarının en yüksek olduğunu ifade eden çan eğrisi biçiminde olabilir.⁶⁵

Faiz oranlarının vade yapısı incelenirken, vade yapısının şekline hangi piyasa güçlerinin karar verdiğine bakılır. En yalın haliyle, vade yapısının incelenmesinde geri ödememe riskinin sıfır olduğunun düşünüldüğü ya da bu riskin göz ardı edilebildiği devlet tahvili veya hazine bonusu ele alınır.

Vade yapısının incelenmesi zamanın belirli aralıklara bölünerek piyasa fiyatıyla değerlendirilmesi olarak da görülebilir.⁶⁶

1.2. Hasılat Eğrisi

Hazine menkul değerlerinin getirisiyle vadesi arasındaki ilişkinin grafik olarak gösterilmesine hasılat eğrisi adı verilir.⁶⁷

Bir finansal varlığın vade dışındaki tüm özelliklerinin aynı olduğu varsayımında o finansal varlığın faiz oranı ya da getiri oranındaki farklılıklara faiz oranlarının vade yapısı denir.⁶⁸ Söz konusu varsayım ise yani bir finansal varlığın vade dışındaki tüm özelliklerinin homojen olması durumu ise ancak devlet tarafından piyasaya sürülen tahvillerde geçerli olabilmektedir. Bu şekilde devlet tahvillerinin getirilerindeki artan vade süresine göre oluşan değişim oranları incelenebilmektedir. Oluşan bu farklılık ise grafiksel olarak dikey ekseninde nominal getirinin (r), yatay

⁶⁵ Pierluigi Ciocca, Giangiacomo Nardozzi, *The High Price of Money*, Clarendon Press, Birinci Baskı, 1996, s.97

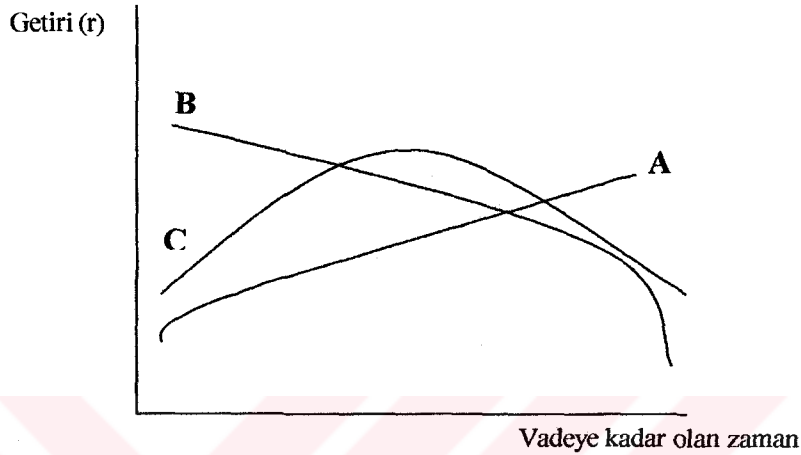
⁶⁶ Michael J. Brennan, Eduardo Schwartz, "A Continuous Time Approach to the Pricing of Bonds." *Journal of Banking and Finance* 3, Temmuz 1979, s. 133-155.

⁶⁷ İlker Parasız, *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi, 2000, s. 64

⁶⁸ Jagdish Handa, *Monetary Economics*, Routledge, 2000, s. 597

eksende ise vade süresine kadar geçen zaman diliminin konulmasıyla oluşturulan ve hasılat eğrisi adı verilen eğriyle gösterilir.⁶⁹ Şekil 2.1’de hasılat eğrisi gösterilmektedir.

Şekil 2.1: Hasılat Eğrisinin Farklı Şekilleri



Hasılat eğrisi normalde soldan sağa doğru giden yukarı eğimli bir eğridir. Bu durum bize getiri oranının vade ile birlikte yükseldiğini gösterir. Şekil 2.1’deki A eğrisi bu şekildedir. Bununla birlikte hasılat eğrisi her hangi bir şekil de olabilir. Parasal daralma zamanlarında şekildeki B eğrisinde gösterildiği gibi kısa dönem faiz oranları yükselir ve uzun dönem faiz oranlarının üzerinde seyrederek. Böyle bir durum ayrıca ekonomide yüksek enflasyon bulunduğu ancak bunun kısa vadeli bir fenomen olacağını beklediği, nominal getirilerin enflasyon priminin kısa vadeli yatırım araçlarında uzun vadeli yatırım araçlarına göre daha yüksek olduğu durumlarda da gözlemlenebilir. Bazı durumlarda ise şekilde C eğrisiyle gösterildiği gibi hasılat eğrisi kavisli bir şekil alabilir. Böyle bir durumda ise orta vadeli yatırım araçlarının getirileri en yüksektir çünkü orta vadede enflasyonun en yüksek seviyesine ulaşacağı beklenmektedir.⁷⁰

⁶⁹ Robert J. Shiller, J. Houston McCulloch, “Term Structure of Interest Rates”, NBER Working Papers #2341, Ağustos 1987

⁷⁰ Bennett T. McCallum, *Monetary Economics: Theory and Policy*, Macmillan, 1989, s. 225

Uygulamada hasılat eğrisinin şeklinin iki ana belirleyicisi beklenen enflasyon oranının zaman yapısı ve iktisadi konjonktürün o günkü durumudur. İlkinde, nominal getiriler ve beklenen enflasyon oranı arasındaki Fisher ilişkisi aşağıdaki gibidir:

$$r_t = r_t^r + \pi_t^e$$

Burada r nominal getiriyi, r^r reel getiriyi ve π^e beklenen enflasyon oranını göstermektedir. Beklenen enflasyon oranı ne kadar yüksek olursa, hasılat eğrisinin şeklinin belirlenmesinde beklenen enflasyon oranının zaman yapısının rolü o kadar büyük olacaktır.

Hasılat eğrisi iktisadi konjonktür boyunca farklı şekiller alabilir. Genellikle uzun vadeli yatırım araçlarının getirisi, bunların daha az likit olması ve daha çok fiyat belirsizlikleri göstermesi nedeniyle, kısa vadeli yatırım araçlarının getirilerinden yüksektir. Bununla birlikte kısa dönem getiri oranları ekonomik genişleme zamanlarında uzun dönem getiri oranlarından çok daha hızlı ve daha fazla yükselirken, ekonomik durgunluk zamanlarında da daha hızlı ve daha yüksek oranda bir düşüş gösterirler.⁷¹

Kısa dönem faiz oranlarındaki yüksek dalgalanmalar, orta vadeli oranlarının nispeten yumuşak dalgalanmaları ve uzun vade oranlarındaki dar anlamdaki kıpırdanmalar iktisadi konjonktür süresi boyunca hasılat eğrisinin şeklinin değişmesine neden olur.

Kısa dönem faiz oranlarındaki keskin bir yükselme, güçlü bir kısa vadeli kredi talebi, para politikalarının kredi arzı üzerindeki kısıtlayıcı etkisi ve yatırımcı beklentilerinin değişmesi gibi bir çok faktörün bileşik etkisi dolayısıyla iktisadi genişlemenin zirve zamanlarında ortaya çıkar. Bu faktörlerin yoğunluğuna bağlı olarak da hasılat eğrisi hayli yatık, hafif aşağıya eğimli, yada keskin bir şekilde negatif eğimli olabilir. Takip eden ekonomik yavaşlama zamanlarında kısa dönem faiz oranları uzun dönem faiz oranlarına oranla daha çok düşmeye başladığında hasılat eğrisi pozitif

⁷¹ Pierre Siklos, *Money Banking and Financial Institutions: Canada in the Global Environment*, McGraw-Hill, 2003, s.135

şeklini geri kazanmaya başlar. Konjonktürel geçiş zamanlarında ise en dik halini alır. Ekonomi düzeldikçe ve ekonomik aktivite yeniden artmaya başladıkça kısa dönem oranları uzun dönem oranlarından tekrar daha hızlı artmaya başlar ve hasılat eğrisi daha ılımlı bir şekil alır. Hasılat eğrisi reel faiz oranları yerine nominal faiz oranlarını gösterdiğinden ve nominal faiz oranları beklenen enflasyon oranını içerdiğinden hasılat eğrisinin şeklinin belirlenmesinde ve hasılat eğrisindeki kaymalarda esas olarak beklenen enflasyon oranının zaman yapısı etkindir.⁷²

2. FAİZ ORANLARININ VADE YAPISI TEORİLERİ

Hasılat eğrisi ekonomistler, finansal analistler ve finansal kurum yöneticileri tarafından kullanılan analitik bir araçtır. Vade yapısı gelecekteki iktisadi aktiviteler hakkındaki piyasa beklentilerini yönlendirmek için bilgi sağlar. Faiz oranları ve iktisadi konjonktür döngüsel bir ilişki içinde olduğundan, vade yapısını incelemek bize iktisadi konjonktürün geleceği hakkında tahminde bulunma imkanı sağlar. Bu nedenle hasılat eğrisinin şekli iktisadi ajanlar açısından önem taşımaktadır. Faiz oranlarının vade yapısı-hasılat eğrisinin eğimi- temel olarak iktisadi literatürde dört farklı teoriyle açıklanır. Bunlar:

1. İlk olarak Irving Fisher tarafından formüle edilen bekleyişler teorisi
2. Bölümlenmiş piyasalar teorisi
3. Tercih edilen habitat teorisi
4. Likidite primi teorisi

2.1. Bekleyişler Teorisi

Irving Fisher “Faiz Teorisi” (1930) adlı kitabında getiri oranları ve menkul kıymet faiz oranlarını ele alırken sadece vadede farklılık gösteren finansal araçları ele almıştır. Onun yaklaşımındaki varsayımlar ise :

⁷² Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Harcourt College Publishing, 2001, s. 204

- (i) Tüm ödünç veren ve ödünç alanlar kusursuz bir öngörüye sahip olup gelecekteki faiz oranlarının ve finansal varlık fiyatlarının ne olacağından emindirler, bu yüzden risk yoktur. Buna alternatif bir varsayım ise getirilerin belirsizliği durumunda ödünç verenler ve alanlar riske karşı nötrdür ve gelecekteki kısa vadeli faiz oranları hakkında rasyonel beklentilere sahiptirler.
- (ii) Parayı finansal varlığa çevirmede ve finansal varlığı nakite çevirmede işlem maliyeti yoktur.
- (iii) Finansal piyasalar etkindir.

Bir piyasa güncel olarak temizlendiğinde ve fiyatlar elde edilebilen tüm bilgiyi yansıttığında etkindir. Böyle bir piyasada ortaya çıkan daha yüksek kar fırsatları anında elimine edilir. Karşılaştırma yaptığımızda kusursuz piyasa tam rekabetin ve etkin piyasaların olduğunu varsayar. Yukarıda bahsettiğimiz varsayımlar etkin piyasayı tanımlar ancak bu piyasanın aynı zamanda kusursuz bir piyasa olması gerekmez.⁷³

Yatırımcılar portföylerinin beklenen getirisini maksimize etmeye çalışırlar bu yüzden yukarıdaki (i) varsayımı altında, tüm yatırımcıların beklenen faydalarını maksimize etmeye çalıştıkları söylenebilir.

(i) ve (ii) varsayımları altında eğer her iki durumda da toplam getiri aynı ise n dönemlik kredi vermek isteyen bir kişi n dönemlik bir kredi ile arka arkaya n tane bir dönemlik krediler arasında kayıtsız kalacaktır.

(iii) varsayımı altında ise, tüm yatırımcıların bu bazda hareket ettiği düşünüldüğünde piyasa getiri oranlarının bu farksızlığı temin edecek düzeyde olacağı söylenebilir.

Bekleyişler teorisini açıklarken ilk etapta kusursuz ileri görüş ve sıfır işlem maliyeti varsayımları ışığında analizimizi yönlendirelim. Bu durumda, tam rekabet

⁷³ J. Fred Weston, Scott Besley, Eugene F. Brigham, *Essentials of Managerial Finance*, Dryden Press, 1996, s. 32

koşulları eşit aralıklar süresince yapılan tüm yatırımların getirilerini, yatırımların hangi tür yatırımlar olduğuna -örneğin, bir kaç kez tekrarlanan veya tek bir uzun dönemde yapılan veya kısa kısa dönemlerin ardından uzun dönemli bir yatırımla devam edilen vb.- bakmaksızın eşitleyecektir. Eğer aynı zaman zarfı içinde mümkün olan bütün yatırım bileşenlerinde eşit getiri oranı şartı sağlanmazsa, getirilerin eşitlenmesi sonucunu doğuran karlı arbitraj operasyonları gerçekleştirilir. O halde belirli bir miktar paranın n yıllığına R_n oranından uzun vadeli olarak yatırıma yönlendirilmesi sonucunda ulaşacağı miktar ile aynı miktar paranın art arda $r_1, r_2 \dots r_n$ gibi kısa vade oranları ile kısa vadeli olarak yatırıldığında ulaşacağı miktar aynı olmalıdır.⁷⁴ Ya da:

$$(1 + R_n)^n = (1 + r_1)(1 + r_2) \dots (1 + r_n)$$

Buradan uzun dönem oranlarına ilişkin formülü de elde edebiliriz:

$$\begin{aligned} R_2 &= \sqrt[2]{(1 + r_1)(1 + r_2)} - 1 \\ R_3 &= \sqrt[3]{(1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3)} - 1 \\ &: \\ &: \\ R_n &= \sqrt[n]{(1 + r_1)(1 + r_2) \dots (1 + r_n)} - 1 \end{aligned}$$

Farklı vadelere sahip bonoların aynı dönem için hesaplanan getirilerinin eşitlenmesi bono fiyatlarındaki farklılık ile olur. Örneğin eğer, kısa dönem faiz oranları $r_1 = \%5$, $r_2 = \%6$, $r_3 = \%8$ ise, üç yıl sonra nominal değeri olan 100 TL üzerinden paraya çevrilebilen $\%5$ getiri oranlı bir bononun fiyatı, 96.6 TL olacaktır. O halde 3.4 TL'lik bir sermaye kazancı artı yüzde beşlik yıllık faiz ödemelerinin sermaye getirisi art arda üç farklı kısa vade oranının getirisine eşit olacaktır.

Yukarıdaki formül yardımıyla, mevcut uzun dönem faiz oranlarından gelecekteki her bir dönem için beklenen kısa vade oranını hesaplayabiliriz. Örneğin üçüncü dönem için kısa vade oranını formülden çıkarılabilir.

⁷⁴ Mark Fisher, Christian Gilles, "Around and Around: The Expectations Hypothesis." *The Journal of Finance* 53, Şubat 1998, 365-383.

$$1 + r_3 = \frac{(1 + R_3)^3}{(1 + R_2)^2}$$

Bekleyişler teorisine göre eğer bir yatırımcı iki yıllık bono satarak bugün borçlanırsa, ve aynı zamanda üç yıllık bir bono satın alırsa, üçüncü dönem için beklediği getiri oranını alacağından emin olur.

Uzun dönem faiz oranlarının beklenen kısa dönem faiz oranlarının ortalaması olduğu görüşünden yola çıkarak faiz oranlarının vade yapısı hakkında aşağıdaki sonuçlara ulaşabiliriz.⁷⁵

1. Eğer kısa vade oranları hakkında hiç bir değişim beklenmiyorsa, tüm uzun dönem oranları kısa dönem oranına eşit olacaktır.
2. Eğer şu anki kısa vade oranı, kısa vade oranlarının ortalamasından düşükse ve bunu takip eden kısa vade oranları uzun dönemlik bononun vadesine kadar artıyorsa, söz konusu uzun dönem oranı şu anki kısa dönem oranından yüksek olacaktır. Eğer her son dönem için beklenen kısa vade faiz oranı takip eden periyotların kısa vade faiz oranlarının ortalamasının üzerinde ise (örneğin: eğer r_2 , r_1 den; r_3 ise r_1 ve r_2 nin ortalamasından; r_n de r_1 den r_{n-1} e kadar olan oranların ortalamasından yüksek ise) vade arttıkça artan faiz oranları elde ederiz. Eğer kısa dönem faiz oranlarının önümüzdeki belli bir süre boyunca değişmeyeceği öngörülüyorsa bono getiri oranlarını vadenin bir fonksiyonu olarak gösteren eğri düzleşecektir.
3. Eğer şu anki ve gelecekte beklenen kısa dönem faiz oranlarının ortalaması şu anki kısa dönem faiz oranının altında seyrediyorsa, uzun dönem faiz oranı şu anki faiz oranından daha düşük bir seviyede olacaktır. Yine, eğer her son dönem için beklenen kısa vade oranı takip eden kısa vade oranlarının altında ise uzun dönem faiz oranları vade

⁷⁵ Friedrich A. Lutz, *The Theory of Interest*, Reidel Publishing, 1967, s. 212

arttıkça düşecektir. Burada da faiz oranlarını vadenin fonksiyonu olarak gören eğri gelecekte belli bir süre sonra kısa dönem faiz oranlarının düşüşünün duracağı yönündeki beklentiler sonucunda düz bir şekil alma eğiliminde olacaktır.

4. İlke olarak, yeterince farklılaştırılmış beklentiler ile faiz oranlarının her hangi bir yapıya sahip olması mümkündür. Başlangıçta oranlar vadeye göre yükselirken belli bir vade süresinden sonra düşmeye başlayabilir veya bunun tam tersi gerçekleşebilir.

Zaman içinde faiz oranlarının hareketlerine bağlı olarak faiz oranlarının vade yapısı teorilerinden bekleyişler teorisinden iki değişik çıkarım yapılabilir.⁷⁶

1. Uzun dönem faiz oranları kısa dönem faiz oranlarından daha az dalgalanma gösterir. Örneği basitleştirmek için uzun dönem faiz oranlarını kısa dönem faiz oranlarının aritmetik ortalaması olarak ele alalım. O halde, eğer n birim periyot sonra ödenebilecek olan bir uzun vadeli bonoya ait faiz oranı aynı miktarda periyot için kısa vadeli oranlara bölüldüğünde aşağıdaki formül geçerli olacaktır:

$$r_1 - r_2 = \frac{r_1 + r_2 + \dots + r_n}{n} - \frac{r_2 + r_3 + \dots + r_{n+1}}{n}$$

ya da

$$n (r_1 - r_2) = r_1 - r_{n+1}$$

burada r_{n+1} oranı $n+1$ dönemi için beklenen kısa dönem faiz oranını göstermektedir.

(Bunu analizimize eklemek zorundayız çünkü kısa dönem faiz oranındaki hareketlenmeyi, birinci periyottan sonra vadesine yine n birim periyot kalmış bir bononun faiz oranını karşılaştırmak istiyoruz.) Formüle göre eğer kısa ve uzun dönem oranları birinci periyottan ikinci periyoda kadar aynı oranda değişirse, kısa vade oranı olan r_1 (bu oran birinci periyottan sonra geçmişe ait olur) ile yeni eklene beklenen kısa vade oranı olan r_{n+1} arasındaki fark en az r_1 ile r_2 arasındaki fark kadar olmalıdır. Böyle

⁷⁶ Kerry Cooper, Donald Fraser, Gene Uselton, **Money, The Financial System and Economic Policy**, Addison-Wesley, 1983, s. 173

bir durum ise bononun vadesi uzadıkça imkansız hale gelir. Çok çok uzun vadeler için ise bu durum mümkün olamaz. O halde uzun vade faiz oranlarının kısa vade faiz oranlarına nispeten daha az dalgalı olduğunu söyleyebiliriz.

2. Eğer $r_{n+1} > r_1$ ise, n birim periyot için olan uzun vade oranı birinci periyottan ikinci periyoda kadar artacaktır. Bunun tam tersi durumda yani $r_{n+1} < r_1$ olduğunda ise düşecektir. Her iki durumda da kısa vade oranı olan r_2 , r_1 'den daha yüksek veya daha düşük olabilir. Ayrıca burada bir durumun diğerinden daha sık ya da daha seyrek meydana geleceğini söylemek mümkün değildir.

Bekleyişler teorisini gerçeğe biraz daha yakınlaştırmak için ilk etapta menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyen yatırımcıların hiç bir zahmet ve maliyete katlanmadıkları varsayımını bir kenara bırakmamız gereklidir. Hicks'e göre bu tür yatırımlardaki maliyet ve zahmet kısa vade faiz oranının seviyesinin açıklanmasında önemli bir rol oynar. Hicks'in mantıksal çıkarımı aşağıdaki gibidir:⁷⁷

“Hicks haftası” olarak adlandırılan birim periyodu ele alalım. Hicks'in modelinde tüm işlemler Pazartesi günü gerçekleştirilir, haftanın geri kalan günlerinde piyasa kapalıdır ve diğer işlemler takip eden Pazartesi günü yapılır. Burada akıllara şu soru gelmektedir: Nakit para sahiplerini, tüm paralarını Pazartesi gecesi bir hafta vadeli olarak tamamen güvenli olduğunu düşündükleri bonolara yatırmaktan alıkoyan nedir? Cevap çok açıktır: Buna tek engel bono satın alımındaki zahmet ve maliyettir. O halde kısa vadeli faiz oranları, kısa vadeli menkul kıymetlerin marjinal ödünç veren yani bono alıcıları için ortaya çıkan maliyeti ve zahmeti tarafından belirlenir. Bununla birlikte, eğer ekonomide herkes bu tür menkul kıymetleri tamamen güvenli görmeye başlarsa, böyle menkul kıymetler para haline dönüşeceğinden paranın bonoya ya da bononun paraya çevrilmesi anlamsız olacaktır. Sonuçta bono satın alımındaki ya da satımındaki zahmet ve maliyet ortadan kalkacak ve kısa vade faiz oranı sifıra eşit olacaktır.⁷⁸

Hicks'in bu analizinde bonoyu piyasaya süren girişimci kesimin bono arzında ne gibi kriterlere baktığından bahsedilmemektedir. Ayrıca ödünç verenlerin de sadece

⁷⁷ John Hicks, *Value and Capital*, İkinci Baskı, Londra, Oxford University Press, 1939, s. 141

⁷⁸ A.g.e.

maliyet ve zahmet güdüsüyle hareket edeceğini söylemek kişilerin zaman ve likidite tercihlerini göz ardı etmek analizi eksik kılmaktadır.

Bekleyişler teorisini gerçeğe uyumlaştırmak için bırakılması gereken ikinci varsayım kusursuz öngörü varsayımdır. Eğer gelecek belirsiz ise, yatırımcı yatırımlarını hangi vadede değerlendireceğine karar vermeden önce, beklentilerinin gerçekleşmemesi riski karşısında getirisinin ne olacağını tartacaktır. Bu durumda kural olarak daha yüksek risk daha yüksek getiri beklentisiyle telafi edilmelidir. O nedenle bekleyişler teorisini test eden birçok ampirik çalışmada birinci olarak yatırımcılar kısa vade faiz oranlarının aynı kalacağını düşünseler bile ilgili dönem boyunca uzun dönem faiz oranlarının ortalama kısa dönem faiz oranlarının üzerinde seyredeceği sonucuna varılmıştır. İkinci olarak ise, bu iki oran arasındaki farkın vade uzadıkça artacağını savunulmuştur. Çünkü, ödünç alanlar tarafında uzun vadeli kredi talebi daha yoğundur buna karşın kredi arz edenler de çoğunlukla kısa vadeli kredi vermeye eğilimlidirler. Bunun sonucunda ödünç alanlar ödünç verenleri uzun vadeli kredi vermeye ikna etmek ve uzun vade ile özdeşleştirilen sermaye kaybı riskini telafi etmek için daha yüksek oran önerirler.⁷⁹

Teoriye risk faktörünün dahil edilmesinin yanında teorinin gerçeğe yaklaşması için iki özelliğe daha sahip olması gereklidir. Bunlardan biri, piyasada bulunanların aynı beklentilere sahip olmamasıdır diğeri ise sadece bono faiz oranlarını ve bu konudaki beklentileri değil aynı zamanda bono fiyatlarındaki değişimin de analiz katılması gerekliliğidir.⁸⁰

2.2. Bölümlenmiş Piyasalar Teorisi

Adından da anlaşılacağı gibi bölümlenmiş piyasalar teorisi farklı vadelere sahip menkul kıymetlerin piyasalarını birbirinden tamamen ayrı ve bölümlenmiş olarak görür. Farklı vadelere sahip olan her bir menkul kıymete ait faiz oranı, farklı vadelere sahip

⁷⁹ Robert G. King, André Kurmann, "Expectations and the Term Structure of Interest Rates: Evidence and Implications", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly Volume 88/4*, Sonbahar 2002

⁸⁰ G.S. Dorrance, *International Monetary fund Staff Papers*, 10, 1963, s. 275

farklı getiri oranları olan diğer finansal araçlardan etkilenmeksizin o bonoya ait arz ve talep değişkenleri tarafından belirlenir.⁸¹

Bölümlenmiş piyasalar teorisinin temel varsayımı farklı vadelere sahip bonoların hiç bir şekilde birbirini ikame etmediğidir. Bu yüzden belirli bir vadeye sahip bonoyu elde bulundurmaktan beklenen getiri, farklı vadeye sahip bir başka bononun talebini hiç bir şekilde etkilemeyecektir. Faiz oranlarının vade teorilerinden bölümlenmiş piyasalar teorisi bu yönüyle farklı vadelere sahip bonoların tam ikame olduklarını varsayan bekleyişler teorisiyle karşıt uçlarda bulunur.⁸²

Farklı vadelere sahip bonoların neden birbirlerine ikame olamayacağı yatırımcıların kendilerine uygun olan vadeler için güçlü tercihlere sahip oldukları ve yalnızca tercih ettikleri vadenin beklenen getirisiyle ilgilendikleri içindir. Bunun ise, yatırımcıların akıllarında bulunan elde tutma dönemini karşılayan bonoya yatırım yaptıklarında riski olmayan kesin kazanç sağlayacakları koşuluna inanmalarından kaynaklandığı söylenebilir. Çünkü vadeye kadar olan zaman, o finansal aracı elde tutma süresine eşit olduğunda yatırımcının kazancı bellidir çünkü kazanç tam olarak getiriye eşittir ve faiz oranı riski yoktur.⁸³

Bu teoriye göre her ödünç verici ve ödünç alıcının tercih ettiği bir vade zamanı var. Örneğin ev satın almak isteyen bir birey ya da elektrik üretme birimini yenilemek isteyen bir elektrik santrali tabii ki de uzun vadeli kredileri tercih edecektir. Bununla birlikte, Eylülde yılbaşı satışları için stoklarını doldurmak isteyen bir perakendeci kısa vadeli kredileri tercih edecektir. Benzer farklılıklar tasarruf sahipleri yani kredi arz edenler tarafında da geçerlidir. Örneğin tatil için para biriktiren bir birey parasını kısa vadeli menkul kıymetlerde değerlendirirken, 20 yıl sonraki emeklilik dönemi için para biriktiren bir başka birey ise birikimlerini uzun vadeli kıymet alımına yönlendirecektir.⁸⁴

⁸¹ Frederic S. Miskin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison Wesley, 2000, s. 143

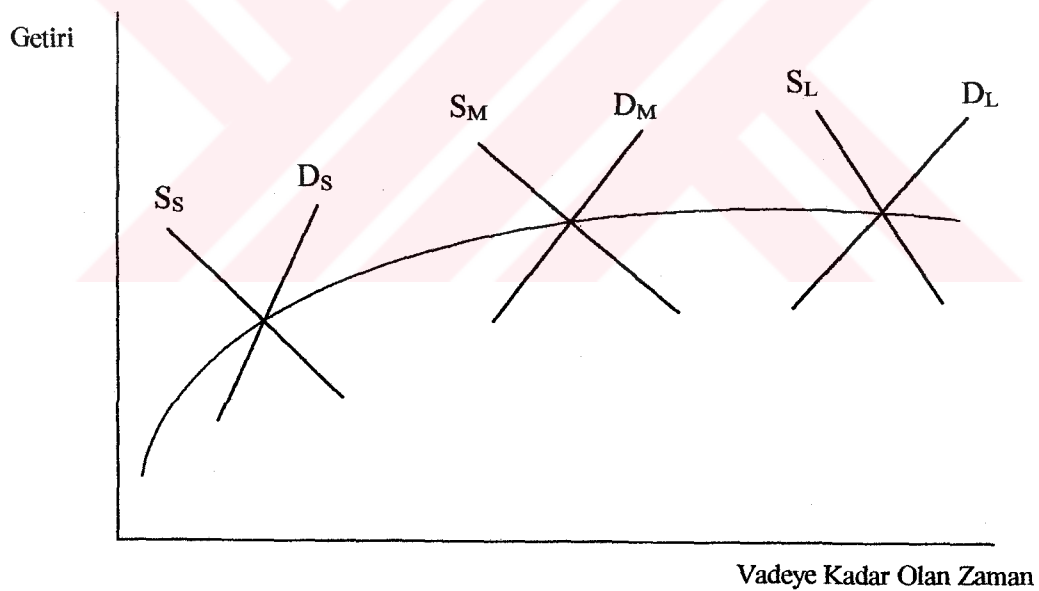
⁸² Jacob Cohen, *Money and Finance*, Iowa State University Press, 1986, s. 267

⁸³ Miskin, *A.g.e.*, s.142

⁸⁴ David Kern, Peter Gutmann, *Interest Rate Analysis and Forecasting*, Woodhead-Faulkner, s.33

Aynı şekilde ticari bankalar da kısa vade yükümlülüklerini karşılamak üzere kısa vadeli yatırımları tercih ederler. Eğer yatırımcılar ve ödünç alanlar belli başlı gereksinimlerini karşılayan süredeki vadeleri içeren piyasalara katılırlarsa piyasalar bölümlenmiş olur. Yani yatırımcıların ya da ödünç alanların bir piyasadan başka bir piyasaya geçiş yapmaları (örn: kısa vadeli menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasadan uzun vadeli menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasaya geçmeleri ya da tam tersi) ancak nakit ihtiyaçlarının zamanlamasının değişmesiyle gerçekleşir. Bölümlenmiş piyasalar teorisine göre kısa vade veya uzun vade arasındaki tercihler kişilerin gelecekteki faiz oranları ile ilgili beklentileri tarafından değil yalnızca fon arz ve talep edenlerin gereksinimleri tarafından belirlenir.⁸⁵ Şekil 2.2’de bölümlenmiş piyasalar teorisi resmedilmiştir.

Şekil 2.2: Bölümlenmiş Piyasalar Teorisine Göre Hasılat Eğrisi



Şekilde S_s kısa vadeli bono arzını, D_s kısa vadeli bono talebini, S_M orta vadeli bono arzını, D_M orta vadeli bono talebini, S_L uzun vadeli bono arzını, ve D_L ise uzun vadeli bono talebini ifade etmektedir.

⁸⁵ Jeff Madura, *Financial Markets and Institutions*, South Western College, 2001, s. 59.

1957 yılında Culbertson tarafından ortaya atılan bölümlenmiş piyasalar teorisinde, Culbertson (1957,1965)⁸⁶ ve Conard (1959) yatırımcıların vade tercihlerinin değişmeyeceğinden yola çıkarak kısa vade faiz oranlarının uzun vade faiz oranlarının belirlenmesinde rol oynamayacağını ve hasılat eğrisinin herhangi bir şekil alabileceğini ayrıca farklı vadelere ait olan menkul kıymet piyasalarının birbirlerinden tamamen bağımsız oluşlarının faiz oranlarının tek olmamasına rağmen ana belirleyicisi olduğunu savunmuştur. Onlar farklı vadelere sahip menkul kıymetlerin birbirlerini ikame edecek olmamalarını yatırımcıların riskten kaçınan yani “risk averter” kişiler olmasına bağlamışlardır. Culbertson ve Conard’ın izledikleri mantıksal çıkarım yolunu aşağıdaki gibi açıklayabiliriz.

Farz edelim ki, bir yatırımcının her hangi bir menkul kıymete ait kısa vadeli faiz oranı beklentisi belirsiz olsun ve bu yatırımcının kısa vade faiz oranı beklentileri olasılık dağılımı şeklini alsın. Ayrıca varsayalım ki bu yatırımcı en uç noktada ve en üst seviyede riskten kaçınan bir bireydir. Bir başka ifade ile bu yatırımcı faydasını ancak beklenen getiriden bağımsız olarak portföyünün riskini sıfıra indirmediğinde maksimize ediyor olsun. Bunlara ek olarak, Tobin’in (1958) para talebi modelinden yola çıkarak⁸⁷, bu bireyin hem gelir hem de sermaye riski almaktan hoşlanmadığını varsayalım. Bu koşullar dahilinde ödünç veren kişi, ancak vadesi ya da vadeye kadar kalan zamanı, parasını tahsil etmek istediği ya da isteyeceği zamana eşit olan bir menkul kıymeti satın alarak faydasını maksimize edebilir ya da riskini sıfıra indirebilir. Eğer bu kimse N yıl sonunda kredilerini nakite çevirmek istiyorsa, vadesi N yıldan daha uzun bir bono elinde bulundurursa bu kimse sermaye riskine maruz kalır. Örneğin eğer N + 1 yıllık vadesi olan bir bono satın alırsa, N yılından sonraki N+1’inci yıldaki faiz oranından $(R_t + r_{t+1})$ emin olamayacaktır. O halde bonoyu satmak istediği zaman fiyatının ne olacağından da emin olamayacak dolayısıyla sermaye kaybı ya da kazancı doğacaktır. Öte yandan bu yatırımcı bir yıllık bono satın alırsa, satın aldığı ya da alacağı bir yıllık bonoların faiz oranlarının yani yatırımını gerçekleştirmek isteyeceği yani parasını tahsil etmek isteyeceği zamana kadar geçecek olan birer yıllık dönemlerdeki faiz oranlarının

⁸⁶ John M. Culbertson, “The Term Structure of Interest Rates”, *Quarterly Journal of Economics*, Kasım 1957, s.485-517

⁸⁷ Tobin’in para talebi modelinde kişilerin riskten kaçınma davranışları, likidite tercihi ile faiz oranları ve para talebi arasındaki negatif ilişkinin temelini oluşturur.

ne olacağından emin olamayacaktır. Yani $R_{t+1,1}$; $R_{t+2,1}$;..... $R_{t+n,1}$ oranlarından emin olamayacaktır. Bu koşullarda birer yıllık arka arkaya sıralanmış bonolarda elde edilecek gelirin beklenen değerinde olmaması riski doğar. O halde bu yatırımcının hem gelir hem de sermaye riskini sifira indireceği ve de riskten kaçınan bir birey olarak seçeceği en makul durum N yıllık bono satın almasıdır. Kısa vadeli peşpeşe bono alımının getirisi ne kadar yüksek olursa olsun bu yatırımcı N yıllık bono almayı tercih edecektir.⁸⁸

Bono satın alanlar yani ödünç verenler tarafında bu argüman geçerli iken benzer bir argüman bono vadeleri konusunda bono arz edenler için de geçerli olabilir. Daha genel olarak, nasıki her bireyin varlıkları ve yükümlülükleri var ise ve bireyler varlık ve yükümlülüklerinin vadelerini uyumlaştırarak riski elimine edebiliyorlarsa, ve bireylerin yükümlülüklerinin vadeleri onların varlıklarını tahsil periyotlarını belirliorsa aynı şekilde sadece birer yıllık bono ihraç ederek borçlandığını varsaydığımız bir finansal kurum da riskini elimine etmek için birer yıllık bonolara yatırım yapacaktır. Tabiki böyle bir model tamamen “hedging” (riskten korunma) davranışının hüküm sürdüğü ekonomik ortamlara dayandırılmıştır.⁸⁹

Bölümlenmiş piyasalar teorisine göre hasılat eğrisi belirli bir vadeye sahip menkul kıymetlerin arz ve talebi tarafından belirlenir. Bu nedenle kısa vadeli menkul kıymetleri arz ve talep eden yatırımcılar kısa vadeli hasılat eğrisinin şeklini, uzun vadeli menkul kıymet arz ve talep eden yatırımcılar da uzun vadeli hasılat eğrisinin şeklini belirleyeceklerdir. Bu teoride hasılat eğrisinde süreksizlikler mümkün olmasına rağmen uygulamada, teoride öngörülmediği halde, kar amaçlı arbitraj aktiviteleri uç noktadaki düzensizlikleri yumuşatacaktır. Sonuç olarak tahmin edilen hasılat eğrisinin şekli keskin geçişlerin olmadığı ve bono piyasalarında gözlemlenen hasılat eğrileriyle uyumlu bir şekil alacaktır.⁹⁰

⁸⁸ Laurence Harris, *Monetary Theory*, McGraw-Hill, 1985, s. 337

⁸⁹ Aimable Quintart, Richard Zisswiller, *Théorie de la Finance*, Presses Universitaires de France, 1990, s. 75

⁹⁰ David S. Kidwell, Richard L. Peterson, *Financial Institutions, Markets and Money*, Dryden Press, 1981, s.73

Teoriye göre, yatırımcıların tercihlerine uygunluktan başka daha birçok nedenlerden dolayı piyasa bölümlenmiş olabilir. Bunlar arasında, yasal kısıtlamalar, ulusal piyasada kolaylıkla satılabilecek homojen borç araçlarının yokluğu, kriz durumlarının getirilerde keskin düşümlere neden olması, muhtemel alıcı ve satıcılara sürekli spot fiyat sağlayacak yeterli hacme sahip serbest piyasaların yokluğu, ödememe riski konusundaki belirsizlikler, işlem maliyetleri ve tam bilgi noksanlığı sayılabilir.⁹¹

Varsayalımki bir çok yatırımcının elinde aynı anda sadece kısa bir dönemliğine yatırabileceği fonlar bulunuyor ve onlar sadece kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yapmak istiyor. Yine bir çok yatırımcının da uzun vadeli kredilere ihtiyacı olduğunu ve uzun vadeli bonoları piyasaya sürdüklerini varsayalım. Böyle bir durumun sonucunda kısa vadeli bonoların getirilerinde aşağı yönlü bir eğilim, uzun vadeli bonoların getirilerinde ise yukarı doğru bir eğilim ortaya çıkacaktır. Nihayetinde az önce tanımlanan senaryo yukarı doğru eğimli bir hasılat eğrisinin oluşmasına neden olacaktır.⁹²

Şimdi çoğu yatırımcının fonlarını uzun vadeli olarak yatırırken, ödünç alanların ise kısa süreli olarak borçlanma gereksinimi içinde olduğu tam karşıt bir senaryoyu düşünelim. Bölümlenmiş piyasalar teorisine göre bu durumda kısa vadeli menkul kıymet getirilerinde yukarı doğru bir baskı ve uzun vadeli menkul kıymet getirilerinde aşağı doğru bir baskı oluşacaktır. Tablo 2.1'de teorinin zaman için her hangi bir noktada hasılat eğrisinin şeklini nasıl açıkladığı gösterilmiştir. Buna göre eğer yatırımcılar tarafından sağlanan fon arzında ve borçlananlar tarafından yapılan fon talebinde daha çok denge sağlansaydı ve ayrıca kısa ve uzun vadeli piyasalar daha yakın dengede olsaydı kısa ve uzun vadeli menkul değerlerin getirileri daha benzer olacaktı.⁹³

⁹¹ Robert D. Auerbach, *Money, Banking and Financial Markets*, Macmillan, 1988, s. 255

⁹² Glenn Hubbard, *Money, the Financial System and the Economy*, Addison-Wesley, 1997, s. 156

⁹³ Lawrence S. Ritter, William L. Silber, *Principles of Money, Banking and Financial Markets*, Basic Books Inc., 1986, s. 501

Tablo 2.1: Bölümlenmiş Piyasalar Teorisine Göre Farklı Senaryoların Hasılat Eğrisi Üzerindeki Etkisi

	<u>Senaryo 1'in Etkisi:</u> (Yatırımcıların elinde kısa vadede değerlendirecekleri fonlar var; borçlananlar ise uzun vadeli kredi istiyor)	<u>Senaryo 2'nin Etkisi:</u> (Yatırımcıların elinde uzun vadede değerlendirecekleri fonlar var, borçlananlar ise kısa vadeli krediler istiyor)
Yatırımcılar tarafından sağlanan kısa vadeli fon arzı	Yukarı doğru baskı	Aşağı doğru baskı
Borçlananlar tarafından kısa vadeli fon talebi	Aşağı doğru baskı	Yukarı doğru baskı
Yeni kısa vadeli menkul değerlerin getirisi	Aşağı doğru baskı	Yukarı doğru baskı
Yatırımcılar tarafından sağlanan uzun vadeli fon arzı	Aşağı doğru baskı	Yukarı doğru baskı
Borçlananlar tarafından uzun vadeli fon talebi	Yukarı doğru baskı	Aşağı doğru baskı
Uzun vadeli menkul kıymetlerin getirisi	Yukarı doğru baskı	Aşağı doğru baskı
Hasılat eğrisinin şekli	Yukarı eğimli	Aşağı eğimli

Farklı vadelere sahip bonoların faiz oranları zaman içinde birlikte hareket ederler. Ayrıca kısa vade faiz oranları düşüken hasılat eğrisi yukarı eğimli, yüksekken ise aşağı eğimli ya da tümseklidir ancak genellikle hasılat eğrisi yukarı eğimlidir. Teorinin çıkarımları hasılat eğrisinin yukarı eğimli olmasının nedenini açıklamaya rağmen, kısa ve uzun vadeli bonoların faiz oranlarının neden birlikte hareket ettiğini açıklayamaz. Bu yönüyle teori eksiktir.

2.3. Tercih Edilen Habitat Teorisi

Tercih edilen habitat teorisi ünlü iktisatçılar Franco Modigliani ve Richard Sutch tarafından 1966'da ortaya atılmıştır.⁹⁴ Teori tüm finansal araçlar arasında tam ikameyi öngören bekleyişler teorisi ile sıfır ikameyi öngören bölümlenmiş piyasalar teorisinin bileşimi şeklindedir. Modigliani ve Sutch'a göre ödünç verenler fonlarına ihtiyaçları olmayacakları periyotlar için ödünç verirken, borçlananlar ise sadece likidite ihtiyacında olacakları dönemler için borçlanırlar. Bununla birlikte her iki taraf da risk alma isteklerine göre ve piyasa tarafından sunulan farklı vadelere geçiş kolaylığı fırsatları ölçüsünde yatırımlarının vadelerini başka vade seçenekleriyle değiştirme isteğinde olacaklardır. Yakın vade sürelerine sahip bonolar birbirleri için iyi birer ikame olacak ve benzer risk özelliklerine sahip olacaklardır. Bu durum özellikle vade çizelgesinde daha uzun vade sonlarına sahip olan bonolar için geçerli olacaktır. O halde gelişmiş finansal piyasalarda farklı vadelere sahip finansal araçlar arasındaki yüksek dereceli ikame oranları tam ikame edilebilirlik şartı olmaksızın gerçekleşebilecektir. O nedenle farklı vade seçeneklerine sahip araçların getirileri önemli oranda birbiriyle ilişkili olurken aynı zamanda farklı vade getirileri arasında belirli değişimler gözlenebilecektir.⁹⁵

Ne bekleyişler teorisi ne de bölümlenmiş piyasalar teorisi hasılat eğrisi için tam bir açıklama getirememiştir. Temel olarak söz konusu iki teorisinin de eksik yönleri öngördükleri uç varsayımlar nedeniyledir. Bu bağlamda tercih edilen habitat teorisi bu iki teori arasında bir orta noktada bulunmaktadır.⁹⁶

Teoriye göre yatırımcılar hem beklenen getiriye hem vadeyi göz önünde bulundururlar. Yatırımcılar bölümlenmiş piyasalar teorisinde olduğu gibi kısa vadeli menkul kıymetleri uzun vadeli menkul kıymetlere tercih ederler. Yani yatırımcıların tercih ettiği bir vade zamanı vardır ki buna habitat adı verilir. Ancak aynı zamanda yatırımcılar farklı finansal araçları satın alma eğiliminde de olabilirler. Sonuç olarak, yatırımcılar eğer peş peşe yapılan kısa vadeli yatırımlarla aynı getiriye sahip bir uzun

⁹⁴ Franco Modigliani, Richard Sutch, "Innovations in Interest Rate Policy", *American Economic Review*, 56, Mayıs 1966, s. 178-197

⁹⁵ A.g.e.

⁹⁶ Douglas Fisher, *Money and Banking*, Richard Irvin Inc., 1971, s. 246

vadeli yatırım aracına yatırım yapmayacaklardır. Bunun yerine yatırımcılar daha az istekli oldukları bir vadeye yatırım yapmak için extra bir getiri yani vade primi talep ederler.⁹⁷

Bu üç teorisinin karşılaştırması için i getiri oranı, n vadeye kadar geçen periyot sayısı ve h (*habitat*) ye de belirli bir vadeye ait olan vade primi diyelim. Tercih edilen habitat teorisine göre n periyotluk bir bonoya ait faiz oranı yaklaşık olarak söz konusu bononun ömrü süresince birer periyotluk yatırımların beklenen getirilerinin ortalaması ve o vadeye ait vade priminin toplamına eşittir. Genel olarak, tercih edilen habitat teorisine göre n -periyotluk bir bononun getirisi aşağıdaki gibidir:⁹⁸

$$\dot{I}_{n,t} = \frac{\dot{I}_{1,t} + i^e_{1,t+1} + \dots + i^e_{1,t+n-1}}{n} + h_{n,t}$$

Bekleyişler teorisine göre varlıkların tam ikame olduğunu ve habitatın olmadığını söylemiştik. O halde buna göre h daima sıfırdır. Vade primi olan $h_{n,t}$ tercih edilen habitat teorisine göre sabit değildir. Kısa vadeler her zaman uzun vadelere tercih edildiği için $h_{n,t}$ bononun vadesi uzadıkça yükselir. Bu durumda teoriye göre hasılat eğrisi yukarı eğimli bir şekil alır. Burada hasılat eğrisinin şekli kısa vadeli finansal araçların beklenen getiri oranlarına ve her vade düzeyinde vade priminin büyüklüğüne bağlıdır.⁹⁹

Tercih edilen habitat teorisine göre, düz bir hasılat eğrisi yapısındaki yukarı doğru eğim nedeniyle gelecekteki kısa vade faiz oranlarında hafif bir düşme anlamına gelecektir. Yukarı doğru artan eğimli bir hasılat eğrisi ise gelecekteki kısa dönem faiz oranlarında bekleyişler teorisindeki nispeten daha az bir yükselme anlamına gelecektir. Aşağı doğru artan eğimli bir hasılat eğrisi ise gelecekteki faiz oranlarında bekleyişler teorisinin öngördüğüne oranla daha önemli bir düşüş öngörür. Bunun

⁹⁷ Peter Howells, Keith Bain, **The Economics of Money, Banking and Finance**, Pearson, 2001, s. 167

⁹⁸ Carl E. Walsh, **Monetary Theory and Policy** MIT Press, 2003, s. 488

⁹⁹ Frank C. Fabozzi, **Bond Markets, Analysis and Strategies**, Prentice-Hall, 1993, s. 208

nedeni faiz oranlarının yatırımcıları tercih edilen habitatlarından ayrılmaya ikna etmek için pozitif ya da negatif risk primi de içermesidir.¹⁰⁰ Tercih edilen habitat teorisi mantıksal olarak tutarlıdır ve hem yukarı eğimli hasılat eğrisini hem de farklı vadelere sahip finansal araçların getiri oranlarının neden birlikte hareket ettiklerini açıklar. Teoriye göre hasılat eğrisi pozitif, negatif eğimli, düz ya da tümsekli olabilir.¹⁰¹

Tercih edilen habitat teorisi, yatırımcıların ellerinde bulunan nakit varlıkların geçici dağılımında farklılıklar gösterdiği fikrine dayanır. Bu durum tercih edilen habitat kavramının doğmasına yol açar. Tercih edilen habitat: bireyin elinde bulunan serbest nakit değerlerin zamanlamasına uygun vadelerdeki bonoları tercih etmesi; “n periyotluk habitat” yatırımcının n periyotluk zaman dilimi içerisinde fonlarına gereksinim duymamasını ve n periyotluk bonolara yatırmak niyetinde oluşunu tanımlar. Tabiki denge durumunda her bir yatırımcı tercih ettiği vadede ödünç alıp veremeyebilir. Sonuç olarak vade yapısındaki risk primi yatırımcının doğal ya da tercih ettiği habitatından ayrılmak için talep ettiği telafi oranı olarak yorumlanabilir.¹⁰²

Etkin piyasalarda denge durumlarında farklı değişkenler teorisinin öngördüğü gibi tüm ödünç verenlerin kısa vadeli, tüm ödünç alanların ise uzun vadeli habitatta yatırım yapacakları öngörüsünü anlamsız kılabilir. Firmaların bütçe kısıtları, toplam kaynak kısıtları, piyasa temizlenmesi, her iktisadi ajan için bono elde bulundurmanın optimalite koşulları gibi değişkenler firmaların habitat tercihlerini öngörülenden farklı ortama kaydırmalarına neden olabilir.¹⁰³

Bono piyasaya sürenler borçlarının vadesi geldiğinde mümkün olan en az maliyetle borçlarını kapatmak isterler ayrıca bono ihraççıları kısa vadeli borçlarının refinansmanından oluşacak işlem maliyetlerinden ve uzun vadeli bir borcun erken ödenmesinden kaçınırlar. Bu ve benzeri nedenlerden dolayı bono satıcı ve alıcılarının vade ve zaman tercihleri faiz oranlarının vade yapısını etkiler. Ancak uygulamada tercih edilen habitatların en azından kısa vadede faiz oranlarının vade yapısında önemli bir

¹⁰⁰ Jaroen F.J. de Munnik, *The Valuation of Interest Rate Derivative Securities*, Routledge, 1996, s. 64

¹⁰¹ Florin Aftalion, Patrice Poncet, *Les Taux d'Intérêt*, Presse Universitaires de France, 1984, 56

¹⁰² Roger LeRoy Miller, Robert W. Pulsinelli, *Modern Money and Banking*, McGraw Hill, 1985, s. 111

¹⁰³ Aswath Damodaran, *Investment Valuation*, John Wiley & Sons Inc, 1996, s. 415

etkiye sahip olmadığı gözlemlenmektedir. Bunun nedeni ise belirli bir habitat tercih etmeyen ve spekülâtif amaçlı piyasaya giren büyük yatırımcılardır. Bu yatırımcılar basitçe diğer piyasa katılımcılarının gelecekteki faiz oranlarını tahmin etmedeki hatalarından kar elde etme umuduyla piyasa ile oynamaktadırlar.¹⁰⁴

Tercih edilen habitata doğru çok küçük eğilim gösteren ya da hiç eğilim göstermeyen piyasa katılımcıları ve tahmin edilen kar yüksek olduğunda bulunduğu habitattan ayrılmak isteyen katılımcılar faiz oranlarının vade yapısının gelecekte beklenen kısa dönem faiz oranlarıyla uyumlu olmasına yardımcı olurlar. Ekonominin gelecekteki durumuyla ilgili, onlara sağlanan bilgiye dayanarak piyasa katılımcıları gelecekteki kısa dönem faiz oranlarıyla ilgili beklentiler oluştururlar. Belirli bir miktar risk primi bıraktıktan sonra bu katılımcılar farklı vadelere sahip bonoları elde bulundurmanın beklenen getirileri eşit oluncaya kadar piyasada bono alır satarlar ki bu durum da bonoların hem fiyatlarını hem getirilerini etkiler.¹⁰⁵

Piyasada hiç bir habitata sahip olmayan spekülâtif yatırımcılar ve kar beklentisi yüksek olduğunda habitatını terk edecek yatırımcılar olduğu halde tüm piyasa katılımcılarının bu yolla faiz oranlarının vade yapısıyla oynayacağı söylenemez. Birçok piyasa katılımcısı yine de tercih ettikleri habitatta kalabilir ve piyasanın doğru kararlar verdiği konusunda kendini güvende hissedebilir. Yani onlar başkalarının aktivitelerinin risk primi ayrıldıktan sonra farklı vadelerdeki borçların beklenen getirilerini eşitlediğinden emin olabilir. Böyle bir sonucun ortaya çıkması için geçerli olan koşul ise piyasada faiz oranlarının vade yapısıyla oynayan yeterince sayıda katılımcının olmasıdır. Etkin bir piyasada bir çok katılımcı güvenli bir şekilde kendi habitatında kalabilir ve faiz oranları tahminini ve faiz oranlarının vade yapısıyla oynamayı başkalarına bırakabilir.¹⁰⁶

¹⁰⁴ James L. Pierce, *Monetary and Financial Economics*, John Wiley & Sons Inc., 1984, s. 161

¹⁰⁵ A.g.e.

¹⁰⁶ Franco Modigliani, Frank J. Fabozzi, *Capital Markets*, Prentice-Hall International, Inc., 1992, s. 388.

2.4. Likidite Primi Teorisi

Faiz oranının vade yapısını yani hasılat eğrisinin şeklini açıklayan teorilerden bir diğeri de likidite primi teorisi (ya da sermaye riski teorisi) dir. Birçok yatırımcıya göre bekleyişler teorisinin varsayımları gerçekçi değildir. Menkul kıymeti paraya ya da parayı menkul kıymete çevirirken her zaman belli bir maliyet vardır ve gelecek için tam öngörü yani riske kayıtsız kalma çoğunlukla söz konusu değildir. Buna göre n tane bir periyotluk bir kredi n dönemlik tek bir krediye göre daha maliyetli ve zahmetlidir. Farklı vadeler farklı riskleri içerirler ve daha yüksek risk daha yüksek getiri ile tazmin edilmelidir.

Uygulamada aynı türden olmasa da n-dönemlik bir tek ve n tane bir dönemlik seriden oluşan yatırımların her ikisi de risk içerir. N tane bir dönemlik kredinin riski gelecekteki kısa dönem oranlarının beklenen kısa dönem oranlarından daha düşük olma olasılığı ya da bir tek n dönemlik yatırımın getirisinden daha düşük olması riskidir. Bu bir *gelir* kaybıdır. Ancak n dönemlik bir kredi- n dönem sonra vadesi gelen bir bono satın almak- borç verenin beklenmedik bir zamanda likiditeye ihtiyaç duyması ve bonosunu vadesinden önce satmak zorunda kalabilme olasılığı riski içerir. Böyle bir satış ise özellikle bonolar için ikincil piyasaların olmadığı ortamlarda *sermaye* kaybı anlamına gelir. Ayrıca elde bulunan fonlar uzun vadeli olarak ödünç verildiğinde daha karlı fırsatların ortaya çıkması ve uzun dönemli yükümlülükten dolayı bunlardan vazgeçilmesi riski de vardır.¹⁰⁷

Sermaye kaybı olasılığı ödünç verenlerin kararlarını faiz kaybı olasılığına göre daha çok etkileyecektir çünkü sermaye kaybında kaybın büyüklüğü faiz kaybına göre çok daha fazla olacaktır. Ayrıca eğer tasarruflar ihtiyati tasarruf ise bireyler daha likit (kısa vadeli) yatırımları beklenmedik ihtiyaç durumlarına karşı tercih edecektir.¹⁰⁸

Likidite primi, risk primi ya da vade primi olarak da adlandırılır. Likidite primi sermaye kaybı risklerine maruz kalmanın ödülü olarak tanımlanır. Likidite primi oranının bir bononun arz ve talep değişkenlerine cevap verecek oranda olması beklenir.

¹⁰⁷ Meir Kohn, *Financial Institutions and Markets*, McGraw-Hill Inc., 1994, s. 159

¹⁰⁸ Keith Pilbearn, *Finance and Financial Markets*, Macmillan, 1998, s. 67

Likidite primi teorisinin temel varsayımı farklı vadelerdeki bonoların birbirlerini ikame eder olduğu ancak tam ikame eder olmadığıdır. Bu herhangi bir vadeye sahip bononun getirisinin farklı bir vadeye sahip bononun getirisini etkileyeceği anlamına gelir. Likidite primi yatırımcıların bir vadeyi diğer bir vadeye tercih etme nedenlerindedir. Bu yönüyle likidite primi teorisi, kısa ve uzun vadeli bonoların getirileri arasındaki ilişkiyi açıklayan bekleyişler teorisine ek olarak likidite primi kavramını getirir. Likidite primi her zaman pozitif olacağından ve vade uzadıkça yükseleceğinden teorisinin öngördüğü hasılat eğrisi bekleyişler teorisindekinden öngörülenden daha üstte ve daha diktir.¹⁰⁹

Faiz oranlarının vade yapısıyla ilgili geçmişte yaşanan deneyimler göstermiştir ki yukarı doğru eğimli hasılat eğrisiyle daha sıklıkla karşılaşmıştır. Bekleyişler teorisine göre ortalama olarak yatırımcılar faiz oranlarının yükseleceği beklentisi içindedirler. Bununla beraber, bu durum uzun vadede spot faiz oranlarının belirli bir trend göstermediği gerçeğiyle çelişmektedir. Belki de faiz oranlarının içerdiği dolaylı bir unsura dikkat çekmek gerekir. Hasılat eğrisinin genel olarak yükselişte olan tarihsel gidişatını ve belirli trende sahip olmayan spot faiz oranlarını açıklamak üzere likidite primi teorisi geliştirilmiştir. Likidite primi teorisine göre yatırımcılar uzun vadeli yatırım yapmanın telafisi olarak belirli bir getiri talep ederler. Bu ise yatırımcıların riskten kaçınan bireyler olmasından ve kısa vadeli yatırımların uzun vadeli yatırımlara göre daha az riskli olduğuna inanmalarından kaynaklanır. O halde yatırımcılar için uzun vadeli yatırımları daha çekici hale getirebilmek için daha fazla getiri oranını sağlamak gerekir.¹¹⁰

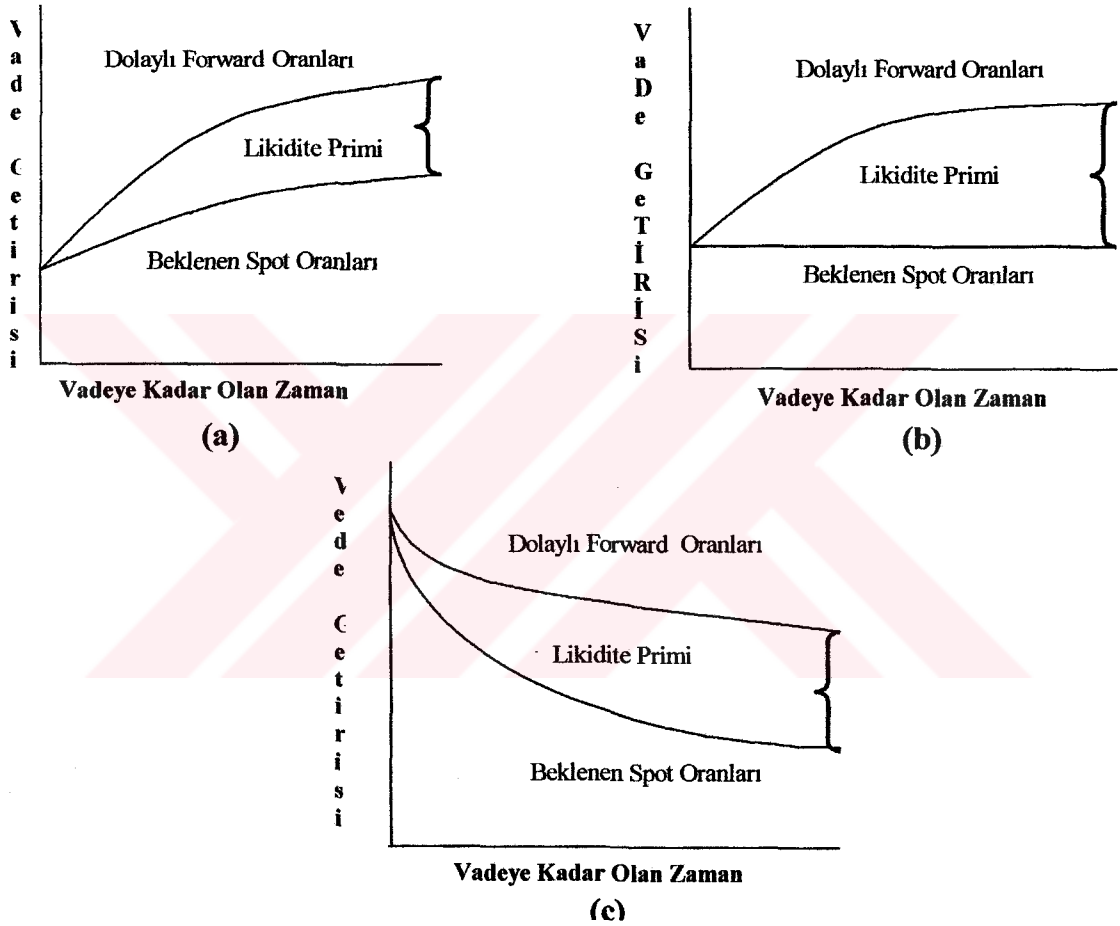
Şekil 2.3'te de bu eğilim resmedilmiştir. Beklenen spot oranı yatırımcıların gelecekte belirli bir zaman diliminin şu anki zaman dilimi haline geldiğinde oluşacak faiz oranıdır. Şekil 2.3. üç ihtimali göstermektedir: Yatırımcılar zaman içinde spot oranlarının yükseleceğini beklerler; sabit kalacağını beklerler; ya da zamanla düşeceğini beklerler. Her bir durumda dolaylı (implicit) forward oranları beklenen spot faiz oranından likidite primi miktarınca fazla olacaktır. Bu nedenle likidite primi tercihine

¹⁰⁹ James C. Van Horne, *Financial Market Rates and Flows*, Prentice Hall, 1990, s. 121

¹¹⁰ Russell J. Fuller, James L. Farrell, *Modern Investments and Security Analysis*, McGraw-Hill, 1987, s. 412

göre forward oranları hem yatırımcıların gelecekteki spot faiz oranlarına ilişkin beklentilerini hem de likidite primini içerir.¹¹¹

Şekil 2.3.: Faiz oranlarının likidite primi teorisi. (a) Beklenen artan spot faiz oranları. (b) “Düz” beklenen spot faiz oranları. (c) Beklenen azalan spot faiz oranları



Hasılat eğrisi hükümet bonoları kullanılarak oluşturulduğundan daha uzun vadeli bonoların daha yüksek ödememe riski (default risk) içereceğini söylemek zordur. Hazine, Merkez Bankasının para basma yetkisi bulunmasından dolayı politik bir çöküş yaşanmadığı sürece daima söz verilen ana parayı ve faizi ödeyecektir. Ancak daha uzun vadeli bonolar daha yüksek faiz oranı riskiyle özdeşleştirilir. Vade ne kadar uzarsa

¹¹¹ A.g.e., s. 413

bunun sonucunda veri bir faiz oranı değişikliği büyük fiyat değişikliklerine yol açacaktır. Bu durum hasılat eğrisinin neden genellikle yukarı eğimli olduğunu açıklamaktadır.¹¹²

Likidite tercihleri teorisinin odak noktası belirsizliklerle dolu bir dünyada faiz oranı beklentilerinin gerçekleşme ihtimalidir. Eğer gerçek faiz oranları yatırımcıların beledikleri orandan yüksek olarak gerçekleşirse, kısa vadeli bono yerine sabit kupon ödemeli uzun vadeli bono satın almış olan yatırımcılar kayba uğrayacaklardır. Bu nedenle riskten kaçınan yatırımcılar uzun vadeli yükümlülükler için likidite primi tercih ederler. Örneğin, eğer şu anki bir yıllık faiz oranı %3 ise ve gelecek yıl için beklenen faiz oranı %5 ise, arka arkaya alınan iki adet birer yıllık bononun beklenen ortalama yıllık getirisi %4 olacaktır. Ancak bu oran iki yıl vadeli tek bir bono satın alındığında daha yüksek olacaktır çünkü yatırımcılar alacakları risk karşısında belli bir bedel istemektedirler. Eğer yatırımcılar iki yıllık bono için % ¼ oranında likidite primi talep ederlerse iki yıllık bononun getirisi %4 yerine %4 ¼ olacaktır. Ancak getiri oranı daha yüksek olmasına rağmen yatırımcılar yine de arka arkaya birer yıllık bono almayı tercih edeceklerdir çünkü verilen extra prim yalnızca kağıt üzerinde muhtemel kaybı tazmin edeceğinden yatırımcılar iki yıllık bono almakla daha iyi durumda olmayacaklardır.¹¹³

Yukarıdaki senaryoya göre oluşacak iki yıllık forward oranı:¹¹⁴

$${}_2f_1 = 2i_2 - i_1 = 2(4\frac{1}{4}) - 3 = 5\frac{1}{2}$$

şeklinde olacaktır. Burada, ${}_2f_1$ iki yıllık forward oranını, i_2 iki yıllık bononun gözlemlenen faiz oranını, i_1 bir yıllık bononun gözlemlenen faiz oranını ifade etmektedir.

Beklentiler teorisinin aksine gözlemlenen uzun vade oranlarından hesaplanan ve likidite primi de içeren faiz oranı, bu teoride öngörülenden % ½ daha yüksektir. (

¹¹² Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, John Bossons, **Macroeconomics and Finance**, MIT Press, 1987, s.66

¹¹³ George G. Kaufman, **The U.S. Financial System, Money, Markets and Institutions**, Prentice Hall, 1992, s. 118

¹¹⁴ A.g.e., s.119

Çünkü gelecek yıl için beklenen faiz oranı % 5'tir). O halde likidite primi tercihinin göre gelecekte oluşması beklenen faiz oranı, beklenen faiz oranı ve likidite primini kapsar. Yani:

$${}_{t+n}f_1 = {}_{t+n}\pi_1 + {}_{t+n}L_1$$

Burada ${}_{t+n}\pi_1 = t + n$ döneminde beklenen bir yıllık faiz oranını, ${}_{t+n}L_1$ ise $t + n$ gibi bir dönemlik periyot için likidite primini ifade etmektedir.

Likidite tercihleri teorisinin tümsekli hasılat eğrisine getirdiği açıklama ise bazı ekstrem durumlarda gelecekte oluşacak kısa dönem faiz oranlarındaki düşüş çok yüksek bir düşüş beklendiğinde ortalama beklenen faiz oranı şu anki kısa dönem faiz oranından daha düşük olacağı ve bu ortalama orana pozitif likidite primi eklendiğinde bile ortaya çıkan uzun vadeli faiz oranı şu anki kısa vade faiz oranının altında olabileceği şeklindedir.¹¹⁵

¹¹⁵ Frederic S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison Wesley, 2001, s. 145



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

**TÜRKİYE'DE FAİZ ORANLARININ VADE YAPISINA İLİŞKİN
BİR UYGULAMA**

1. METODOLOJİ

Çalışmanın birinci bölümünde faiz oranlarının tarihsel süreçte nasıl ele alındığı, iktisadi akımların faiz olgusuna nasıl yaklaştığı, faizin ortaya çıkış nedenleri ve genel olarak faiz teorilerinin gelişimi incelenmiştir. İkinci bölümde ise faiz oranlarının vade yapısına ilişkin iktisadi literatürde ortaya atılan teoriler sunulmuş ve bu teorilere yöneltile eleştiriler, bu teorilerin eksik yönleri, faiz oranlarının vade yapılarını açıklamakta yeterli olup olmadıkları irdelenmiştir. Bu bölümde ise üç kamu ve üç özel bankanın üst düzey yöneticileri ile yapılan görüşmeler sonucunda Türk Bankacılık Sistemi içerisinde, bugünkü iktisadi konjonktür ve geçmişte yaşanan deneyimler bazında Türkiye’de faiz oranlarının vade yapısının genel durumu ele alınmış, ve literatürde geliştirilen teoriler ile Türkiye’deki faiz oranlarının seyrinin karşılaştırması ve incelemesi yapılmıştır.

Faiz oranlarının vade yapısına ilişkin çalışmalar literatürde henüz çok yenidir. 1980’li yıllardan sonra finans kökenli ve uygulama çevresinden gelen iktisatçılar bu konuya yoğunlukla eğilmişler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının vade yapısını irdelemişler ve çıkarılan sonuçları genel ekonomik gelişmelerle ilişkilendirmeye çalışmışlardır. Faiz oranlarının vade yapısı ekonominin genel gidişatını gözlemek açısından önemli bir rehberdir. Çalışmanın konusu tüm bankacılık sektörünü kapsayan bir konu olmasına rağmen kaynak, kapsam, zaman ve izin açısından bu tür bir genellemenin Kütahya’da bulunan bankalar arasında bir ön eleme yapılmıştır. Bu ön eleme sonucunda üç kamu bankası ve üç özel bankanın seçilmesi uygun bulunmuştur. Bankaların özel ve kamu olarak ayrılmasının nedeni, kamu bankalarında ve özel bankalarda uygulanan faiz oranları ve vade primleri arasında farklılıklar olup olmadığını ve eğer farklılıklar bulunuyorsa bu farklılıkların nedenlerini araştırmaktır.

Kütahya’da konu ile ilgili toplam dokuz bankaya görüşme yapılmak üzere başvurulmuş ancak bunlardan üç tanesi görüşme yapmaktan ve bilgi vermekten ısrarla kaçınmıştır.

Görüşme yapılan bankalar da, araştırmada isimlerinin saklı tutulması ve yalnızca üst yöneticileriyle yüz yüze görüşmek koşulu ile izin vermişlerdir. Bu nedenle Türkiye’de faiz oranlarının vade yapısını inceleyen araştırma kapsamındaki bankaların isimlerinin açıklanmaması uygun bulunmuştur.

1.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın amacı; Türkiye’de bankalarda bulunan mevduatlara ve bankalarca verilen kredilere uygulanan faiz oranlarının vade yapısını, değişen vade süresine göre faiz oranlarında gözlenen değişmeleri, vade primini etkileyen etmenleri, bankaların vade yapısına ilişkin uyguladıkları faiz politikalarının neler olduğunu ortaya koymaktır.

1.2. Araştırmanın Sınırlılıkları

Bilindiği gibi her araştırmada araştırmanın niteliğinden kaynaklanan bazı sınırlılıklar bulunmaktadır. Bu araştırmada da aşağıda sıralanan türde sınırlılıklar söz konusudur:

- Niteliksel araştırmalarda verilerin; görüşme, katılımcı gözlem, yazılı doküman toplama yöntemleri arasından, birden fazla veri toplama yöntemiyle toplanması, verilerin doğrulanması ve zenginleşmesi açısından çok önemlidir. Bu nedenle, bu araştırmanın verilerinin yalnızca yarı yapılandırılmış görüşmeler kullanılarak toplanmış olması, araştırmanın sınırlılıkları arasında sayılabilir. Başka bir ifade ile araştırma üst düzey yöneticilerin söyledikleri ile sınırlıdır.
- Görüşülen kişiler yalnızca kendi özel deneyim, gözlem ve birikimlerine göre genel olarak kendi bankaları bazında soruları cevaplamışlardır. Bu durum araştırmanın diğer bir sınırlılığıdır.

- Ayrıca görüşülen kişiler soruların bir kısmında cevabın kuruma özel bilgileri ifşa edeceğini düşündüklerinden bazı soruları detaylı cevaplamaktan kaçınmışlar bunun yerine genel geçer cevaplar vermeyi tercih etmişlerdir. Bu durum da araştırmanın sınırlılıkları arasındadır.
- Görüşme yapılan kişiler, Türk bankacılık sektöründe önemli yerleri olan bankaların üst düzey yöneticileri olup, konuları itibariyle kendilerine ulaşılmasında zorluk çekilen kişilerdir. Bundan dolayı, görüşleri alınan kişilerin zamanları sınırlı olduğu için tekrar kendilerine gidip eksik kalan bilgileri alma imkanının olmaması, araştırmanın diğer bir sınırlılığıdır.
- Görüşmeler gerçekleştirilirken yazılı olarak elle kayıt tutulması üst düzey yöneticilerin düşüncelerini açıkça ifade etmelerini engellemiş olabileceğinden, bu husus diğer bir sınırlılıktır.
- Bu uygulamaya yalnızca altı bankanın üst düzey yöneticileri katılmıştır. Dolayısı ile bulgular Türk bankacılık sistemine ilişkin kesin açıklamalar getirmek yerine konunun tanımlanmasına ve genel görünümün tesbitine yönelik keşifsel nitelik taşımaktadır.

1.3. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada kullanılan araştırma yöntemi yüz yüze görüşmedir. Söz konusu yöntem mülakat konularının ana başlıklar altında sınıflandırılarak yüz yüze mülakatın hazırlanması ve uygulanması ile mülakat sonuçlarının yorumlanması olmak üzere iki aşamadan oluşur. Kullanılan bu yöntem niteliksel yaklaşım içerisinde yer alan betimsel analiz olarak adlandırılır.

Betimsel bir nitelik taşıyan araştırmanın amacını gerçekleştirmek için, Türkiye’de faiz oranlarının vade yapısına ilişkin kapsamlı bir literatür taraması yapılmış ve mevcut durumu tanımlamak amacı ile hazırlanan sorular üç kamu üç de özel bankanın üst düzey temsilcilerine yöneltilerek cevaplar alınmış ve elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

1.3.1. Araştırmanın Geçerliliği

Niteliksel araştırmalarda araştırmanın geçerliliği iki ayrı seviyede olur. Bunlardan birisi bireysel düzeyde geçerlilik diğeri ise elde edilen niteliksel dataya yapılan atıflar düzeyinde geçerliliğdir. Niteliksel data ise olayların, çeşitli durumların, etkileşimlerin detaylı tanımlamalarından, insanların gözlemlenen davranışlarından, insanların duygu, düşünce ve inanışlarına dair kendi ağızlarından söylenmiş direk alıntılardan, çeşitli dokümanlardan birebir alınmış pasajlardan, röportaj veya görüşme kayıtlarından, belli olayların tarihsel kayıtlarından vb. oluşmaktadır.¹¹⁶

Bireysel düzeyde araştırmanın geçerliliği bireyin görüşme yaptığı kişi ile tepkisel (responsive) ve esnek olan, konuyu farklı açılardan da ele alacak ayrıntılara görüşme yapılanın dikkatini çeken, görüşme sorularını netleştiren ve amaca yönelik derinleştiren bir karşılıklı iletişim halinde görüşmeyi gerçekleştirmesiyle sağlanabilir.¹¹⁷

Niteliksel dataya yapılan atıflar düzeyinde araştırmanın geçerliliği, bilgi alınan kaynağın yeterliliğine ve temsil gücüne bağlıdır. Data toplandıktan sonra ise datanın yorumlanmasında bilimsel etik değerlere uygun, tarafsız ve önyargısız, dikkatli, sistematik, tutarlı ve özü kavrayan çıkarımlar yapılması esastır.¹¹⁸

1.3.2. Araştırmanın Güvenilirliği

Araştırmanın güvenilirliği, mülakatlardan, gözlem notlarından, ses ve görüntü kayıtlarından ya da diğeri veri toplama yöntemleriyle elde edilen bilgilerden doğrudan alıntılar yapılarak sağlanabilir. Niteliksel araştırmalarda gözlenenle rapor edilen arasındaki tutarlılık araştırmanın güvenilirliğini sağlayacaktır. Dolayısıyla, niteliksel

¹¹⁶ Wendy Sykes, "Validity and Reliability in Qualitative Market Research", *Journal of Market Research Society*, Volume 32, No:3, 1990, s. 289-325

¹¹⁷ Jean Morton Williams, "Obtaining the Survey Interview-an Analysis of Tape Recorded Doorstep Introductions", *Journal of Market Research Society*, Volume 29, No: 1, 1988, s. 338- 359

¹¹⁸ Steve Griggs, "Analysing Qualitative Data", *Journal of Market Research*, Volume 29, No:1, 1988, s. 228-242

araştırmalarda, aynı ortamda gözlem yapan iki kişi farklı veriler elde edebilir. Bu verilerin her biri kendi içinde tutarlı olarak kabul edilir.¹¹⁹

Ayrıca araştırmada yüzyüze görüşme yönteminin kullanılması, soruların rastgele cevaplanması vb. gibi anket yöntemindeki bazı sakıncaları da ortadan kaldırmıştır.

Araştırmanın güvenilirliği ayrıca, araştırmacının çalışması süresince uyguladığı prosedürü adım adım belgeleyip, bunları açıklamasıyla da sağlanabilir. Araştırmanın tüm aşamaları hiçbir adım atlanmadan okuyuculara şeffaf hale getirilmelidir. Böylece araştırmayı kaynak olarak gösterecek kişiler ya da gözlemciler bulgulara ulaşırken nasıl bir mantık silsilesi izlendiğini açıkça görebilirler.¹²⁰

1.3.3. Araştırmanın Özellikleri

Betimsel analize göre, elde edilen veriler, daha önceden belirlenen temalara göre özetlenir ve yorumlanır. Veriler araştırma sorularının ortaya koyduğu temalara göre organize edilebileceği gibi, görüşme ve gözlem süreçlerinde kullanılan sorular ya da boyutlar dikkate alınarak da sunulabilir. Bu tür analizde amaç, elde edilen bulguları düzenlenmiş ve yorumlanmış bir biçimde okuyucuya sunmaktır. Bu amaçla elde edilen veriler, önce mantıklı ve anlaşılır bir biçimde betimlenir. Daha sonra yapılan bu betimlemeler yorumlanır, neden-sonuç ilişkileri irdelenir ve bir takım çıkarımlar yapılır.

Betimsel analiz dört aşamadan oluşur:

1. **Betimsel analiz için bir çerçeve oluşturma:** Araştırma sorularından, araştırmanın kavramsal çerçevesinden ya da görüşme ve/veya gözlemde yer alan boyutlarından yola çıkılarak veri analizi için bir çerçeve oluşturulur. Bu çerçeveye göre verilerin hangi temalar altında organize edileceği ve sunulacağı belirlenir.

¹¹⁹ R. Bogdan, Z.M. Lutfiyya, "Standing on its Own: Qualitative Research in Special Education", **Controversial Issues Confronting Special Education**, Allyn and Bacon, 1992, s. 141

¹²⁰ Raymond Lesikar, John Pettit, Marie Flatley, **Lesikar's Basic Business Communication**, McGraw-Hill, 1996, s. 537

2. **Tematik çerçeveye göre verilerin işlenmesi:** Bu aşamada, verilerin tanımlama amacıyla seçilmesi, anlamlı ve mantıklı bir biçimde bir araya getirilmesi söz konusudur.
3. **Bulguların tanımlanması:** Bu aşamada organize edilen veriler tanımlanır ve gerekli yerlerde doğrudan alıntılarla desteklenir.
4. **Bulguların yorumlanması:** Tanımlanan bulguların neden sonuç ilişkisi içerisinde açıklanması, ilişkilendirilmesi ve anlamlandırılması bu aşamada yapılır.

1.4. Veri Toplama Yöntemi

Niteliksel araştırmalarda veriler derinlemesine görüşme, gözlem, katılımcı gözlem, günlük incelemesi gibi tekniklerle toplanabilmektedir. Bu araştırmanın verileri ise görüşme yöntemi ile toplanmıştır. Görüşme; bireylerin deneyimlerine, tutumlarına, görüşlerine, şikayetlerine, duygularına ve inançlarına ilişkin bilgi elde etmede oldukça etkili bir yöntemdir.¹²¹

Bu çalışmada görüşme yönteminin seçilme nedenlerini şu şekilde sıralayabiliriz:

- Görüşme tekniği, görüşmeciye, soru sorulan kimselerin yanıt verme istekliliğini ve gücünü arttırarak, motivasyonel bir destek ya da başka özendiricilerden yararlanma olanağı tanımakta ve böylelikle de daha içtenlikli ve derinlemesine bilgiler sağlamakta, yanlış anlama durumunda soru tekrar edilebilmekte ya da soru değişik bir biçimde sorulabilmektedir.
- Görüşme tekniğini, anket tekniğinden ayıran en önemli üstünlüğü, karşılıklı konuşmaya, ya da araştırmacıyla yanıtlayıcı arasındaki iki yönlü bir etkileşime dayanmasıdır. Yani burada tek yönlü değil, karşılıklı bir ilişki vardır.
- Görüşme tekniğinin esnek oluşu ve görüşmenin gidişatı içinde görüşmeciye insiyatif ve girişkenlik tanınması ve yeni sorularla konuyu sondajlama

¹²¹ Ali Yıldırım, Hasan Şimşek, *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri*, Seçkin Yayıncılık, 2000, s.92

olanağını içermesi, bu tekniğe önemli yöntemsel üstünlükler kazandırmaktadır.

- Bu teknikte araştırmacı duruma hakim olduğu ve veri toplama sürecinde bizzat bulunduğu için, bir anketle karşılaştırıldığında görüşmede yanıt oranı çok daha yüksek olacaktır.
- Görüşmede ses tonu, mimikler ve soruları cevaplama gösterilen istek, söylenenlerin değerlendirilmesinde önemli ipuçları niteliğindedir.
- Görüşmede sorular önceden belirlenmiş bireylere doğrudan sorulduğundan anketlerdeki gibi başkalarına doldurtma riski en aza inmektedir. Dolayısı ile görüşme yöntemi ile elde edilen verilerin geçerliliğinin yüksek olacağı açıktır.

Literatürde görüşmeler çok farklı şekilde sınıflandırılmışlardır. Görüşmeler katılanların sayısına göre, görüşülecek kişiye göre, uygulanış biçimine göre farklı dallara ayrılmıştır. Görüşmenin uygulanış biçimine göre görüşmeler üç türlü yapılmaktadır. Bunlar, yapılanmış (formel), yarı yapılanmış (yarı formel) ve yapılanmamış (informel) görüşmelerdir. Yapılanmış görüşme daha çok önceden yapılan ve ne tür soruların ne şekilde sorulup, hangi verilerin toplanacağını ayrıntılı biçimde saptayan, görüşme planının aynen uygulandığı bir görüşme çeşididir. Görüşmeciye bırakılan hareket özgürlüğü en düşük seviyede tutulur. Cevapların denetimi ve sayılaştırılması kolaydır, ancak görüşme tekniğinden beklenen anlam çıkarma ve içtenliği sağlama olanakları sınırlıdır. Yapılanmamış görüşme ise, görüşmeciye büyük hareket ve yargı serbestisi veren esnek, kişisel görüş ve yargıların kökenlerine inmeyi sağlayan bir görüşme şeklidir. Sorulacak sorular önceden, ana çizgilerle hazırlanmış olsa da, görüşmedeki gelişmelere göre, yeni sorular düşünmek ve sormak gerekebilir. Toplanan verilerin değerlendirilmesi oldukça güçtür. Görüşmecinin çok iyi yetişmiş bir uzman kişi olması gerekir. Aksi halde, bu tür görüşmeler, daha çok, araştırmaların başlangıç aşamalarında, soruna ilişkin önemli değişkenleri saptarken yararlı olurlar. Yapılanmışlık kuşkusuz bir derece sorundur. Görüşmeler çoğunlukla bu iki uç arasında bir ortamda yapılır ki bunlara yarı yapılanmış görüşmeler denir.¹²²

¹²² Niyazi Karasar, *Bilimsel Araştırma Yöntemi*, Nobel, 2000, s. 168

Araştırmanın verileri görüşme türlerinden üçüncüsü olan yarı yapılanmış görüşme tekniğiyle toplanmıştır. Yarı yapılanmış görüşme, yapılanmış görüşmelerle yapılanmamış görüşmeler arasında yer alan görüşme türüdür. Yarı yapılanmış görüşmeler için tüm görüşmelerde kullanılmak üzere bir dizi soru hazırlanmaktadır. Kendileriyle görüşülen kişilerin hepsine sorular, hazırlanan bir mülakat formu aracılığıyla aynı sırayla sorulur, ancak görüşülen kişinin görüşme sırasında soruları istediği genişlikte yanıtlamasına izin verilir. Bu tür görüşmelerde görüşmeci soruları sorarken kendisiyle görüşme yapılan kişiye, gerektiğinde sorularla ilgili ek açıklamalar yapılabilir. Bu şekilde hem objektiflik hem de derinlik sağlanmış olur.¹²³

Bunlara ilave olarak, yarı yapılanmış görüşmelerde iletişimin çift taraflı ve çift yönlü olmasının yanısıra yapılacak gözlemlerin bir görüş derinliğine sahip olması zorunluluğu da görüşmeye katılan taraflar arasında etkin bir işbirliği yapılması yönünde bir uzlaşmanın sağlanmasını ve sürdürülmesini zorunlu kılmaktadır. Bu uzlaşmanın sağlanmasında görüşmeciye düşen en önemli görev, bilgi verecek kişiye araştırmanın amaçlarını benimsetmesi ve onda görüşmeye katılım istekliliğini yaratmasıdır. Etkin bir işbirliğinin ve katılımın yaratılması daha doğru bilgi toplanmasını sağlayacaktır. Yüz yüze yapılan görüşmelerde görüşmecinin içinde bulunacağı rahatlatıcı ve güven verici tutum görüşme yapılacak kişilerin çeşitli önyargı ve tedirginliklerinin giderilmesinde önemli rol dolayısıyla araştırmanın güvenilirliğinin artırılmasında önemli rol oynamaktadır.¹²⁴

Görüşme sorularının içerik geçerliliğinin saptanması amacıyla sorular konusunda yetkin iki uzman tarafından incelenmiş ve görüşme sorularına son şekli verilmiştir. Bu amaçla uzmanlardan soru maddelerini inceleyerek, bu soruların ele alınan konuyu kapsayıp kapsamadığını, soruların açık ve anlaşılır olup olmadığını, soruların karşı tarafı yönlendirici özellik taşıyıp taşımadığını, soruların taraflı unsurlar içerip içermediğini araştırmanın amacına ulaşmak için gerekli bilgileri sağlayabilme olasılığını göz önünde bulundurarak kontrol etmeleri istenmiştir. Bütün bu kriterler

¹²³ M. Easterby-Smith, R. Thorpe, A. Lowe, *Management Research: An Introduction*, Sage Publication, 1991, s. 102

¹²⁴ Earl Babbie, *The Practice of Social Research*, Wadsworth Publishing, 1992, s. 279

bazında uzmanlar görüşme sorularını titizlikle incelemiş ve soru maddelerinin geçerliliği saptanmış ve hazırlanan soruların yeterliliğine onay verilmiştir.

Görüşmeler sırasında katılımcılara sorular EK-1'deki mülakat formu aracılığıyla yöneltilmiştir. Bu bölümün bundan sonraki kısımlarında üç özel banka ve üç kamu bankası yöneticileri ile yapılan görüşmelerde alınan sonuçlar ve elde edilen veriler birleştirilerek irdelenmiştir.

2. BULGULAR

Yöneticilere ilk etapta Türkiye'de faiz olgusunu belirleyen temel etmenlerin neler olduğu sorulduğunda genel olarak her yönetici kendi deneyimlerine dayanarak farklı cevaplar vermiştir. Buna göre Türkiye'de faiz olgusunu belirleyen temel etmenler, enflasyon beklentisi, kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek düzeylerde seyretmesi, dövizdeki kur artışları, siyasi ve makroekonomik istikrarsızlık ortamları, ödünç verilebilir fonlar piyasasındaki fon arz ve talebi, hükümetin mevduata ve kullanılan fonlara uyguladığı vergiler, bankalarca kullanılan fonların kaynak maliyeti, merkez bankasının fiyatlaması, uluslararası finans piyasalarındaki gelişmeler, ekonomik büyüme oranları, kişi başına düşen milli gelirdeki değişimler, para arzındaki değişimler vb. gibi makro ekonomik değişkenler, şeklinde sıralanabilir. Hem özel hem de kamu bankaları faiz olgusunun çok çeşitli değişkenlerden etkilendiğini ancak esas olarak faiz olgusunun parayı elde tutmanın fırsat maliyeti tarafından belirlendiğini ifade etmişlerdir.

Hem özel hem de kamu bankalarının yöneticileri, Türkiye'de bankalarda bulunan mevduatların ortalama vadesinin ne kadar olduğu sorusuna "üç ay" olarak cevap vermişlerdir. Ancak dikkat çeken önemli bir husus, görüşme yapılan kişilerin bu süreyi kısa veya uzun vade olarak nitelendirmediğidir. Çünkü yaşanan deneyimlerde, Türkiye ekonomisinde 1994 yılında yaşanan kriz dönemine kadar ortalama vadenin 1 ila 1.5 yıl olduğunun ancak kriz dönemlerinde 7 günlük vadenin bile uzun vade olarak görüldüğünün -örn. Şubat 2001 krizi, bu dönemde genel olarak bankacılık sisteminin gecelik repo üzerinden işlem yapmıştır-, Türkiye ekonomisi şartlarında ülkenin yaşadığı

iktisadi buhran ya da genişleme dönemlerine bakılarak vadelerin uzun ya da kısa olarak nitelendirildiğinin altını çizmişlerdir. Ayrıca hızla globalleşen ve ülkeler arasındaki sınırların hızla kalktığı, hızla değişen bir dünyada başka ülkelerdeki bankacılık sistemlerinin de benzer özellikler gösterdiğini örneğin Avrupa'da bankalarda bulunan mevduatların ortalama vadelerinin 6 ila 12 ay arasında olduğunu bu durumun ise insanların psikolojik olarak gelecekle ilgili güvensizlik yaşamalarından kaynaklandığını belirtmişlerdir. Bundan başka, genel olarak tüm bankacılar Türkiye'de vade yapısını hükümetlerin halka sunduğu ekonomik paketleri uygulamaya koymaktaki kararlı tutumunun ve halkta hükümete karşı oluşan güven duygusunun belirlediği konusunda hem fikirdirler. Çünkü piyasada oluşan güven duygusunun, finans piyasalarını dolayısı ile faiz oranlarını iç ve dış piyasadaki olumsuz gelişmelere karşı daha dayanıklı hale getirdiğini ve oluşabilecek keskin dalgalanmaları yumuşattığını düşünmektedirler.

Kamu bankalarında ve özel bankalarda bulunan mevduatların ortalama vadelerinde farklılıklar olup olmadığıyla ilgili soruya, özel bankalar ısrarla olmadığı yönünde cevap verirken, kamu bankalarının yöneticileri kamu bankalarında vadelerin daha uzun ve özel bankalara göre mevduatın daha fazla olduğunu ifade etmişlerdir. Kamu bankalarında vadelerin daha uzun olmasını buralarda bulunan mevduatlar arasında kamu kurumlarına ait uzun vadeli mevduatların ağırlıkta olmasına bağlamışlardır. Kamu bankalarında daha fazla mevduat bulunmasının nedenini ise Şubat 2001'de yaşanan bankacılık krizinden sonra halkın özel bankalara olan güveninin azalması olarak açıklamışlardır. Kamu bankalarında ve özel bankalarda bulunan mevduatların ortalama vadelerinin aynı olduğunu savunan özel banka yöneticileri bu durumu yatırımcı kesimin aynı kişiler olduğu gerekçesine dayandırmışlardır.

Bankalar tarafından toplanan mevduatın vade süresini artırmak için faiz oranları ile ilgili uygulanan politikalara ilişkin soruyu tüm bankalar toplanan mevduatın vade süresini arttırma hedeflerinin olmadığı, şayet olsa bile bu hedefi gerçekleştirmek için faiz politikası kullanmanın ve faiz oranlarında çeşitli değişiklikler yapmanın pek yaygın bir yöntem olmadığı yönünde cevaplamışlardır. Ayrıca bankalar enflasyonla mücadeleye yönelik ekonomik program uygulanan bir ortamda uzun vadeye daha fazla faiz oranı vermenin akılcı bir davranış olmadığını ifade etmişlerdir. Çünkü genel olarak

bankalar kar amaçlı çalışan kurumlar oldukları için kısa ve uzun vadede öncelikle hedeflerinin bankalarının kar marjını yükseltmek olduğunu, hatta gelecekle ilgili piyasaların beklentilerinin olumlu olduğu dönemlerde uzun vadeli mevduatlara daha düşük faiz oranı uyguladıklarını belirtmişlerdir. Bunlara ek olarak bankaların vade sürelerini uzatmaktan çok aktif pasif varlık ve yükümlülüklerine, borçlarının vade sürelerine, portföylerinde bulundukları kıymetli kağıtların vadelerine göre uzun ve kısa vade tercihlerinin değiştiğini ve özellikle uzun vadeli mevduat bulundurma isteğinde olmadıklarını söylemişlerdir.

Yöneticilere bankaların farklı vadelerdeki mevduata farklı faiz oranları uygulamalarının nedenleri sorulduğunda, özel bankaların bir oligopol piyasası olan bankacılık piyasası bazında, kamu bankalarının ise kendi bankalarının ihtiyaçları bazında cevap verdiği gözlemlenmiştir. Bu bağlamda özel bankaların faiz oranlarını ve vade yapılarını belirlerken rekabetçi bir strateji izledikleri söylenebilir. Özel bankalar farklı vadelere farklı faiz oranı uygulama stratejilerini gelecekle ilgili beklentiler kriterine dayandırmışlardır. Kısa vadede piyasa faiz oranları yüksek seyrediyorsa bankalar uzun vadeli mevduat toplamaya yöneldiklerini ifade etmişlerdir. Ayrıca piyasada belirsizlik ortamı hakim ise bu durumun kısa vadeli faiz oranlarını uzun vadeli faiz oranlarının üzerine çıkardığını söylemişlerdir. Kamu bankaları ise farklı vadelere sahip mevduatlara farklı faiz oranı uygulama amaçlarının likidite ihtiyaçlarından ve bankanın taahhütlerinin vadelerinden kaynaklandığını, bu konuda bankanın kendi finansal pozisyonuna göre faiz oranlarında kendi inisiyatifi kullandığını belirtmişlerdir. Zaman zaman bankanın kaynak ihtiyacının yüksek olduğu durumlarda bankanın kar marjını düşürüp, faiz oranlarını arttırarak vadeleri uzatıp kısaltabileceğini söylemişlerdir.

Farklı bankaların aynı vadeye sahip mevduatlara farklı faiz oranı uygulayıp uygulamadıklarına ilişkin soruya tüm bankaların hangi vadeye hangi faizi uygulayacakları konusunda serbest bırakıldıklarının ancak bankaların bu konuda kesinlikle keyfi uygulamaya gitmediklerinin altını çizmişlerdir. Bankalar çeşitli vadelerdeki faiz oranlarını belirlerken merkez bankasının bu konudaki uygulamalarını baz aldıklarını ve piyasadaki rakiplerini de dikkate alarak bu kriterler bağlamında faiz

oranlarını belirlediklerini vurgulamışlardır. Ayrıca bankalar faiz oranı uygulamaları konusunda Merkez Bankası'na serbest bırakılmalarına rağmen bunun tam bir serbestlik olmadığını çünkü bankaların uyguladıkları faiz oranlarının Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nca bankaların sermaye yapıları, aktif pasif yapıları bazında denetime tabi tutulduğunu ifade etmişlerdir. Ancak bazı küçük ölçekli bankaların toplanan mevduatı ve mevduatın vade süresini artırmak için yüksek faiz oranı uygulamasına gidebileceğini bunun da Merkez Bankası'na belirlenen çapa aralığında olması gerektiğini belirtmişlerdir. Bunlara ek olarak gelecekteki kaynak ihtiyacı yüksek olan bankaların da piyasadaki ortalama faiz oranının üzerinde faiz uygulayabildiklerini söylemişlerdir. Kısaca farklı bankalar aynı vade süresi için kendi ölçeklerine göre, gelecekteki beklentileri ve kaynak ihtiyaçları doğrultusunda ve de rakip bankaların uygulamalarına göre farklı faiz oranları uygulayabilmektedirler.

Devletin iç borçlanma senetlerinin ortalama vade süresinin bir yıldan az olmasının nelerden kaynaklandığı ile ilgili soruya tüm bankalar aynı yönde ve genelleştirilmiş cevaplar vermişlerdir. Buna göre, devlet iç borçlanma ihalelerinde oluşan faiz oranları ve borçlanma vadesi ekonominin genel gidişatını anlamak için iyi bir göstergedir. Türkiye ekonomisinde makro dengelerde meydana gelen bozulmanın başlıca nedeni hızla artan kamu kesimi finansman açığıdır. 1980'li yıllardan bu yana KKBG'nin Gayri Safi Milli Hasılaya oranı sürekli yükselen bir trend izlemiştir. Bu durum ekonomide enflasyonist baskı oluşturmuş bunun sonucunda da faiz oranları yüksek seviyelerde oluşmuştur. KKBG ne kadar büyükse faizler üzerinde yukarıya doğru oluşacak baskı da o kadar büyüyecek demektir. Faizlerin düşmesi ve devlet borçlarının vadelerinin uzaması Türkiye ekonomisi açısından büyük önem taşımaktadır çünkü, faizler düştükçe hazinenin borçlanma maliyeti düşer, iç borç stoku gerilemeye başlar, hazinenin borç yükü azalır ki bu durum Hazineye borç verenler açısından önemli bir göstergedir, Hazinenin borçlanma faizi bütün öteki faizleri etkilediği için onlarda da düşme olur ve böylelikle enflasyonun maliyet (arz) yönlü etkisi azalır. Türkiye'de vadeleri uzatmanın tek yolu insanları, onları gelecekte daha iyi ekonomik koşulların beklediğine inandırmaktan geçer, bu ise siyasi otoritenin kararlılığı ve tutarlılığıyla sağlanır. Şu an ki ekonomik durum için konuyu değerlendirecek olursak, faizlerin düşmesinin ve kriz dönemlerinde 144 güne kadar düşen Hazinenin ortalama iç borç

vadesinin 2004'ün ikinci yarısından itibaren ortalama 550 güne yükselmesinin; kriz dönemlerinde ve sonrasında %70-75 lerde seyreden reel faizlerin şu anda net %10-15 düzeylerine inmesinin nedeni halkın ekonomide oluşan olumlu havaya inanması ve gelecekle ilgili beklentilerini olumlu yöne çevirmesidir.

Kamu ve özel bankaların uyguladıkları kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasında fark olup olmadığı ile ilgili soruya, iki açıdan bakılmıştır. Bunlar bankaların mevduata uyguladıkları faiz oranları ve bankaların kredilere uyguladıkları faiz oranlarıdır. Bankalar kar amaçlı kurumlar olduklarından belirli bir maliyete katlanarak belirli bir süre için topladıkları mevduatları, fon talebinde bulunanlara bankalarının politikaları doğrultusunda kar marjı ekleyerek ödünç vermektedirler. Bu nedenle örneğin 3 aylık verilen bir krediye uygulanan faiz oranı 3 aylık mevduata uygulanan faiz oranından yüksektir. Aynı şekilde kredi verilirken bankalar topladıkları fonları eğer grup kredisi şeklinde dağıtıyorlarsa kar marjlarını azaltma dolayısı ile düşük faizle kredi verme eğiliminde olabilmektedirler. Ancak bu şekildeki uygulamalar kamu ya da özel banka ayrımı olarak görülmemekte, tamamen bankanın kendi kurumsal politikasıyla ilgili bulunmaktadır.

Türkiye'nin 1980'li yıllardan günümüze içinde bulunduğu yüksek enflasyon ortamının bankalarının vade yapılarını ve hazine borçlanma vadesini nasıl etkilediği ile ilgili soruya hem kamu bankalarının hem de özel bankaların yöneticileri makroekonomik temelde genelleştirilmiş cevaplar vermişlerdir. Enflasyon primi ve enflasyon riski faiz oranlarını yükselten bir unsurdur. Yüksek faiz oranlarının içerdiği yüksek enflasyon marjı tasarruf sahiplerinin yararına, bankaların ise zararına bir durumdur çünkü tasarruf sahipleri birikimlerine reel faiz oranı artı enflasyon primi kadar getiri sağlayacakları için onların her hangi bir kayba uğramaları söz konusu değildir. Ayrıca yüksek enflasyon dönemlerinde mevduat vadeleri daha uzundur. Ancak bankacıların yüksek enflasyon ortamında kar marjı azalacağı için, bu durum onların aleyhinedir. Piyasada genel olarak yükselen enflasyon durumunda sabit faiz oranı uygulanacağından uzun vadeli seçenekler tercih edilir. Düşen enflasyon ortamında ise bankalar kısa vadeli seçenekleri tercih ederler çünkü bir sonraki periyotta enflasyonun bununla beraber faizlerin düşeceği beklentisi hakimdir. Yüksek enflasyon

ortamı 1990-2000 yılları arasında olduğu gibi bankaları yüksek reel getirisinden dolayı devlete borç vermeye ve portföylerindeki daha düşük kar marjına sahip olan reel sektör kredilerini azaltmaya yöneltmiştir.

Faiz oranları beklenen enflasyon oranlarından direkt olarak etkilenmektedir. Eğer tasarruf sahipleri gelecekte enflasyonun düşeceği yolunda bir beklenti içinde olurlar ise mevduatlarını uzun vadeli olarak yatırmayı tercih ederler. Çünkü uzun vadede düşen enflasyon beklentisi faiz oranlarını da aşağı çekeceğinden paralarını bugünkü faiz oranından uzun vadeli olarak yatıran kişiler böyle bir durumdan kazançlı çıkacaklardır. Yani uzun vadede azalan getiri yerine belirli bir dönem için sabit getiri mevduat sahipleri için daha caziptir ancak böyle koşulların geçerli olduğu dönemlerde bankalar zarar etmemek için kısa vadeli mevduat toplamaya yönelirler. Aynı şekilde kredi veren kurum olan bankalar ödünç verdikleri fonlarda, beklenen enflasyon dolayısı ile de faizler düşüş trendinde iken uzun vadeli ve sabit faiz oranlı kredi vermeyi seçerler. Kısaca düşen enflasyon ortamında bankaların stratejileri kısa vadeli mevduat toplayıp uzun vadeli kredi vermek iken, yükseliş trendinde olan enflasyon ortamlarında ise bunun tam tersini uygulamaktır. Bunun ana nedeni, bankaların kar marjını yüksek tutmak, kaynak maliyetini ve kredi riskini en düşük seviyede gerçekleştirmek istemeleridir. Tabiki kredi alanlar cephesinde faizler düşüş trendinde olduğunda tercihler kısa vadeli krediler yönündedir. Ancak şu da unutulmamalıdır ki, yukarıda belirtilen koşullar mevduata ya da verilen krediye uygulanan faizin sabit faiz mi yoksa değişken faiz mi olduğuna göre değişmektedir.

Görüşülen tüm bankaların yöneticileri makroekonomik belirsizlik ve ekonomik istikrarsızlık zamanlarında kısa ve uzun vadeli kredi talep edenlerin vade tercihlerinde değişimler olduğunu söylemişlerdir. Kredi talep edenler bir genelleme yapılırsa, her zaman uzun vadeyi tercih etmektedir. Çünkü alınan kredi ile firmaların yeni yatırımlar yaparak kar elde etmeleri ve kredinin geri ödemesi, uzun vadeli kredi kullanımında daha rahat bir şekilde gerçekleşmektedir. Bunlara ilaveten ekonomik beklentilerin olumlu olduğu dönemlerde firmalar yeni yatırımlar yapmak için daha istekli olurlar. Çünkü beklentilerin olumlu olması faizleri düşürür, kredi maliyetlerini azaltır ve reel yatırımların getiri oranı yükselir, firmaların kar elde etme olanakları artar. Firmalar

gelecekle ilgili güvenli bir şekilde plan yapabilirler. Bu da uzun vadeli kredi talebini artırır. Aksine belirsizlik ve istikrarsızlık zamanlarında bankalar likitte kalmak istemelerinden dolayı uzun vadeli kredi ilişkisine girmekten kaçınırlar. Firmalar da gelecekle ilgili öngörü yapamadıkları için kısa vadeli kredi talep ederler.

Kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarına göre daha çok dalgalanmalar göstermesinin temel nedeni kısa vade faiz oranlarının konjonktürel değişimlerden kaynaklanan etkilere daha açık olmasındandır. Kısa vadeli faiz oranları günün koşullarına göre ayarlandığından bankalararası para piyasasındaki faiz oranlarındaki oynamalar, merkez bankasının reeskont oranlarında yaptığı günlük değişimler, ayrıca bankaların vadesi gelmiş yükümlülüklerini ödemek için belirli dönemlerde piyasadan yüksek meblağlarda para talep etmesi, merkez bankasının açık piyasa işlemleri ile piyasadaki para arzını artırıp azaltması vb. gibi çeşitli güncel ekonomik gelişmeler kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarına göre daha çok dalgalanmalar göstermesine yol açmaktadır.

Türkiye gibi enflasyonun çok yüksek olduğu ve siyasal istikrarın sağlanmadığı ülkelerde risk algılamalarının yüksekliği reel faizlerin de ister istemez yüksek oluşmasına yol açmaktadır. Şüphesiz ki kredi maliyeti, kredi talep edenler için önemli bir unsurdur. Ancak ülkemizde borçlanmanın vadesini kredi talep edenlerden çok kredi verenler yani bankalar belirlemektedir. Bu durumun temel nedeni, devlete finansman sağlamak gibi risksiz, kolay ve yüksek getirili bir alternatif var iken, bankaların daha riskli ve daha düşük karı olan reel sektöre kredi vermeyi tercih etmemeleridir. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki reel faizlerin yüksek olması bankaların kredi verirken karşılaştıkları ters seçim ve ahlaki tehlike gibi rizikoları arttırmıştırdan dolayı bankalar portföylerine riskli bir bileşen daha eklemekten kaçınmaktadırlar. Ayrıca reel faizlerin çok yüksek olması, kredi talep edenlerin vade tercihlerini değiştirmekten ziyade yatırımcıları kredi almaktan caydırmakta daha çok sermaye piyasalarına, halka arza teşvik etmektedir. Çünkü firmaların yüksek maliyetle borçlanmaları kar marjlarını düşürmelerine hatta zarar etmelerine neden olabilmekte ve kredilendirme ile yeni yatırımların finansmanı cazibesini yitirmektedir.

Devletin finansman ihtiyacındaki artış ya da azalışların faiz oranlarını doğrudan etkilediği açıktır. Nitekim bu durum hem faiz oranlarının hem de kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki vade priminin artmasına ya da azalmasına neden olur. Çünkü devlet piyasadan yani bankalardan para toplayabilmek için piyasaya sürdüğü kıymetli kağıtların getirilerini yüksek tutacaktır. Dolayısı ile devlete ödünç fon vermek cazip hale gelecektir. Bu durumda bankalar halktan mevduat toplayıp devlete borç verme yoluna gideceklerdir. Her banka tasarruf sahiplerinin ellerinde birikmiş olan fonları kendine çekebilmek için mevduat faiz oranlarını arttıracaktır. Aynı zamanda bu parayı belirli bir süre zarfında menkul kıymetlere bağlayacak olmasından dolayı, banka likidite sıkıntısı ve aktif pasif değerlerinde vade uyumsuzluğu yaşamamak için topladığı mevduatın vade süresini uzatmak amacıyla kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasında uyguladığı vade primini arttırma yoluna gidecektir. Devletin bütçe açıklarının yükseliş trendinde olması ve artan Kamu Kesimi Borçlanma Gereği faizler üzerinde yukarı doğru bir baskı yaratmaktadır.

Tüm yöneticiler ekonomideki para talebi arttıkça mevduatlara uygulanan faiz oranlarının vade priminde her hangi bir değişiklik meydana gelmediğini ancak para talebinin artmasının genel olarak faiz oranlarını yükselttiğini belirtmişlerdir. Enflasyon yükseldikçe, parayı elde bulundurmanın fırsat maliyeti artacak ve para talebi azalacaktır.

Pratikte Merkez Bankası çeşitli politikalar izleyerek zaman zaman piyasadaki para arzını arttırır ya da azaltır. Tabiki bu durum kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki vade primini etkilemektedir. Çünkü, örneğin bankaların MB'den borçlanma oranındaki yani reeskont oranındaki bir yükselme direkt olarak bankaların kredi işlemlerindeki faiz oranlarına yansır. Bu durum özellikle kısa vadeli faiz oranlarında geçerlidir. Kısa vadeli faiz oranlarında MB'nin müdahalesi sonucunda yaşanan değişim uzun vadeli faiz oranlarına hemen ya da hiç yansıtılmayabilir, bu yüzden kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki vade primi kısa vadeli faiz oranlarındaki bir yükselme ile azalır. Eğer MB reeskont oranlarını çok yükseltirse, bu durum kaynak maliyetini yükselttiğinden bankaları uzun vadeli faiz oranlarında da artış yapmaya yönleltecektir. Bundan başka MB, açık piyasa işlemleri ile piyasadaki likidite oranını

kontrol etmektedir. Buna bağlı olarak para arzında yaşanan artış ya da azalışa göre faiz oranları da artmakta ya da azalmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarına yapılan müdahale de bankaların para yaratma kapasitelerini etkileyeceği için doğrudan faiz oranlarına da etkide bulunur. Ancak MB'nın uyguladığı para politikalarının direkt olarak ortalama vadeleri uzatan ya da kısaltan etkisi olduğu söylenemez fakat MB tarafından istikrarlı, tutarlı, piyasanın beklentilerini karşılayan ve sağlıklı uygulanan politikalar uzun vadede olumlu etkiler yarattığından ortalama vadelerin uzamasına yardımcı olur. Ayrıca MB'nın tutumunun ve politikalarının finans piyasalarında oluşturduğu etkiye göre kısa ve uzun vadeli faiz oranlarında dalgalanmalar yaşanabilir.

Hazine i borçlanma ihalelerinde oluşan faiz oranlarında, kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki vade primi bankalar tarafından uygulanan faiz oranları içerisindeki vade primini doğrudan etkilemektedir. Çünkü bankaların devlete ödünç verdiği para halktan topladıkları mevduatlardan oluşmaktadır. Eğer hazine bonusu getirileri yükselirse, devlete finansman sağlamak daha cazip hale gelir, o nedenle bankalar kar elde etmek için bünyelerine daha çok mevduat çekip, devlete daha fazla borç vermek isterler. Daha fazla mevduat toplamak da faiz oranlarını cazip hale getirmekle mümkün olur. Fakat bu durumun vadeleri uzatıcı etkisi olduğu söylenemez. Çünkü bankalar örneğin 3 aylık vadeli hazine bonusu satın almak için, genelde 3 aylık mevduat toplamayı tercih ederler. Bunun nedeni gereksiz yere kaynak maliyetini arttırıp bankayı zarara uğratmamaktır.

Türkiye'de kişi başına düşen milli gelir düşük seviyede olduğu için kişilerin de tasarruf eğilimleri düşük olmaktadır. Belirli bir servet birikimine sahip kişilerde yani genel olarak yüksek meblağlardaki mevduatlarda ortalama vadeden daha uzun vadeler söz konusudur. Ancak bireylerin likidite ihtiyaçları arttıa mevduatların ortalama vadeleri düşer. Ülkemizde geçmişten bugüne yaşanan makroekonomik belirsizlik ve ekonomik istikrarsızlık ortamından dolayı mevduat sahipleri likitte kalmayı, harcama ve tüketim ihtiyacından çok, ekonomideki kısa vadeli dalgalanmalardan yüksek getiri sağlamak amacıyla tercih etmektedir. Faiz oranlarındaki dalgalanmalar azalırsa mevduatların ortalama vadesi otomatik olarak uzayacaktır zira kısa vadede yüksek reel getiri sağlamak zorlaşacaktır. Bunun dışında bireyler belirsizlik ortamından doğan

risklerden korunmak ve yatırım araçlarını beklenmedik değişimlere karşı çabucak değiştirebilmek için kısa vadeyi tercih etmektedirler. Ayrıca ülkemizde yaşanan ağır finansal krizlerden ve bankacılık sektöründe yaşanan olumsuz gelişmelerden sonra bireylerin uzun vade tercih etmek için bekledikleri risk primleri oldukça yükselmiştir. Bu durumda hem bankalar hem mevduat sahipleri kısa vadeye yönelmektedir.

Bankalarca verilen kısa ve uzun vadeli kredilerin faiz oranları arasındaki farklılığın yalnızca vade süresinin uzamasından mı kaynaklandığı yoksa bu duruma etki eden diğer başka etkenlerin olup olmadığı sorusuna genellikle tüm bankalar bu duruma etki eden daha bir çok değişkenin var olduğu yönünde cevap vermişlerdir. Kısaca uzun vadeli faiz oranı, vade priminin yanında, risk primi (örn: kur riski), likidite primi, enflasyon primi ve belirli vergi oranlarını içermektedir. Örneğin verilen kredinin para birimine göre (TL, USD, EUR) kur riskinden dolayı vade primine kur riski de eklenmektedir. Ayrıca kredi verilen firmanın mali yapısı, firmanın sektör içindeki durumu, firmanın bulunduğu sektörün genel durumu vb. özellikler firmaya özel riskler kapsamına girmekte ve kredinin fiyatına etki etmektedir. Kredinin maliyeti de uzun vadeli kredilerin faiz oranlarını etkileyen bir başka unsurdur. Örneğin eğer banka, yurtdışından düşük maliyetli sendikasyon kredisi sağlamışsa vade gözetmeksizin düşük faiz oranı ile özellikle ihracatın finansmanı amacıyla düşük faiz oranından kredi verebilir. Bunlardan başka, konjonktürel beklentiler de kredilerin faiz oranları üzerinde etkilidir.

Türkiye’de bankalar uzun yıllar reel faizlerin yüksek olmasından kazanç sağlamak için genellikle yurtdışından düşük faizli ve uzun vadeli döviz cinsinden sendikasyon kredisi alıp, aldıkları bu krediyi iç piyasada Türk lirasına çevirip devlete finansman sağlayarak kar elde etme yolunu seçmişlerdir. Bu durum da bankacılık sektörünü kur risklerine açık hale getirmiştir; dolayısı ile döviz kurunda yaşanan değişimler doğrudan faiz oranlarını etkilemektedir. Nitekim 2001 Şubat krizine ve yaşanan devalüasyona çok yüksek döviz açık pozisyonuyla yakalanan bankalar yükümlülüklerini karşılayamadıkları için TMSF’na devredilmişlerdir. Yüksek reel faizler yatırımcıların da dövizdeki yatırımlarını TL’ye çevirip ya mevduat olarak bankalara ya da hazine bonusu ve tahvil satın alarak hazineye yönlendirmelerine neden

olmaktadır. Ayrıca düşük seviyelerde seyreden istikrarlı bir döviz kuru, döviz tevdiat hesaplarının da faiz oranlarını düşürmektedir. Bunun dışında ekonomik belirsizlik zamanlarında döviz kuru riski arttığı için faiz oranları da artmaktadır. Döviz kurundaki dalgalanmalar döviz cinsinden varlıkların getirileri üzerinde bir risk oluşturmaktadır bu yüzden yatırımcılar bu riskin telafisi için daha yüksek risk primi talep etmektedirler. Bundan başka, sermaye ve döviz piyasalarındaki dalgalanmalar arttıkça likidite ihtiyacından dolayı vadeler kısalmaktadır.

Hükümet ile IMF arasında imzalanan anlaşmalar ve bu çerçevede uygulanan para ve maliye politikaları piyasalarda belirli bir güven ortamı oluşturmakta ve piyasalarda tansiyonu düşürücü ve sakinleştirici etki yapmaktadır. En geniş anlamıyla söylemek gerekirse bu durum faizlerde düşüşe ve ortalama vadede bir yükselişe neden olmaktadır. Hükümetler, göreve geldiklerinde uygulamayı taahhüt ettikleri politikaları uygulamadaki kararlılıkları ve belirledikleri hedeflere ulaşmada gösterdikleri çabalar neticesinde ekonomide iyimserlik rüzgarları estirmektedirler.

Yeni bankacılık yasası getirdiği sermaye yapısı, kredilendirme koşulları, iştirakler vb. konulara ilişkin standartlar ile bankaların halkın güvenini tekrar kazanmasına yardım etmiştir. Ayrıca iştiraklere getirilen sınırlamalar bankaların sadece bankacılık yapmalarını sağlamak ve fonların yalnızca banka bünyesindeki holdinglere aktarımını önlemek adına önemli bir adımdır. Tüm bu düzenlemeler sayesinde Türk bankacılık sistemi güçlenmekte ve Dünya ile rekabet edebilir hale gelmektedir. Konuya, mevduata verilen yüzde yüz devlet güvencesinin kademeli olarak mevduat hesabı başına 50 Milyar TL'ye indirilmesi açısından bakılacak olursa, bu durum tasarruf sahiplerinin yatırım seçeneklerini çok fazla değiştirmemiştir. Çünkü Türkiye'de, mevduat tutarı olarak değil de bankalarda bulunan hesap adedi olarak bakıldığında mevduat sahiplerinin çok büyük bölümü devlet güvencesinin kapsadığı sınırlar dahilindedir. Ancak şu da bir gerçektir ki, üç yıl önce yaşanan mali kriz sonucu birçok bankanın kapanması, bankacılık sistemindeki mevduatın dört büyük özel bankaya ve devlet bankalarına kaymasına yol açmıştır. Bu sonuç söz konusu bankaların çok daha kolay kaynak toplamasına ve kısmen de olsa piyasa faiz oranlarını düşürmesine yol açmıştır.

Tüm banka yöneticileri Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne entegrasyon sürecinde yaşanan gelişmelerin toplumun beklentilerini olumlu yönde etkilediğini, piyasaların da ekonominin istikrarı ve geleceği hakkında olumlu beklentiler içine girdiğini belirterek, hükümetin AB'nce ortaya konan kriterleri uygulamaya koyma konusundaki kararlılığının bunda son derece etkili olduğunun altını çizmişlerdir. Bundan başka, genel olarak tüm bankalar standartlarını, hizmet kalite ve çeşitliliklerini arttırma konusunda Avrupa'yı baz aldıklarını belirtmişlerdir. Ayrıca bankalar bunun için yalnızca Türkiye Bankalar Birliği'nin koymuş olduğu mali oranları değil, yabancı bankaların kriterlerini de baz almaktadırlar. Ayrıca teknolojiden, insan kaynakları yönetimine, satış tekniklerinden kredi karar süreçlerine, tüketici haklarına kadar birçok alanda AB standartlarını oluşturmaya çalışmakta olduklarını ifade etmişlerdir.

Ekonomide globalleşme hızla artmaktadır. Bilim ve teknoloji alanındaki gelişmeler hem ülkeleri hem de ulusal ekonomileri derinden etkilemektedir. Finans piyasaları da bu gelişmelerden payını almıştır. 1997 yılından bu yana Dünyanın içinde bulunduğu kriz, hiçbir ülke ekonomisinin sorunlarını tek başına yaşamadığını göstermiştir. Bu nedenle ülkede ve Dünyada yaşanan toplumsal, siyasal ve ekonomik krizler bankaların mevduat ve kredi yapısını çok ciddi bir şekilde etkilemektedir. Krizin olmadığı ortamlarda mevduatın maliyeti düşmektedir. Sonuç olarak bankalar kredi vermeye –uzun vadeli, düşük maliyetli- daha istekli davranmaktadırlar. Örneğin, Türkiye'de 1980 yılından 1994 yılında yaşanan Asya krizine kadar kısa vadeli faiz oranları, normal şartlar altında olması gerektiği gibi, uzun vadeli faiz oranlarından daha düşük seviyede idi. 1994-2002 yılları arasında ise art arda yaşanan krizlerden, ekonomik belirsizliklerden, gelecekle ilgili olumsuz beklentilerden dolayı kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli faiz oranlarının üzerinde seyretmiştir. 2002 yılından bugüne ise kısa ve uzun vade faiz oranları neredeyse aynı düzeye gelmiş, faiz oranları önceki dönemlerin üçte bir seviyesine inmiş, vade primi çok küçük rakamlara inmiştir. Bu durum geçmiş dönemlere nispeten ekonomideki güven ve istikrar ortamını yansıtmaktadır.

Kredi kartı ve tüketici kredisi kullanımındaki artışlar halkın tasarruf eğilimini düşürmekte, harcama eğilimini arttırmaktadır. Bir bakıma bu durumun kaynak

maliyetlerini yükseltici etkisinden dolayı faizleri yükselttiği ve mevduat vadelerini kısalttığı söylenebilir. Bunun yanında, söz konusu iki kalemdaki artışın ekonominin kayıt altına alınmasına ve ticaretin finansmanına yardımcı olduğu da yadsınamayacak bir gerçektir. Ülkemizde kredi kartı kullanımı ve tüketici kredisi kullandırımı AB standartlarının halen çok altındadır. Kredi kartı ve tüketici kredileri, açık hesap, çek vb. gibi diğer finansal enstürmanların yerini alarak piyasaya likidite sağlamaktadır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Türkiye ekonomisi 1980'li yılların başından beri yüksek reel faizler ile karşı karşıya kalmıştır. 1990'lı yıllardan günümüze ise Türkiye ekonomisi yüksek enflasyon ve yüksek kamu kesimi borçlanma gereği kavramlarıyla özdeşleşmiştir. Yüksek kamu kesimi borçlanma gereği ise faiz oranları üzerinde yukarıya doğru bir baskı yaratmış, borcun vadesi kısılırken aynı zamanda hükümetlerin hazırladığı bütçeler de yüksek faiz yükünü taşımak zorunda kalmıştır. Bu durum ekonomik istikrarsızlığın ve makroekonomik belirsizliklerin getirdiği çeşitli riskler sonucunda ülkeyi çeşitli finansal krizlerle yüz yüze bırakmıştır. Son yıllarda literatürde faiz oranlarının vade yapısıyla ilgili birçok ampirik çalışma yapılmış özellikle de faiz oranlarının vade yapısının gelecekte oluşacak iktisadi konjonktür dalgalanmaları açısından ekonomik ve finansal gösterge olabilmesi bakımından faiz oranlarının vade yapısı bileşenlerinin taşıdığı bilgi kırıntıları üzerinde durulmuştur.

Faiz oranlarının vade yapısının içerdiği bilginin para politikasının sıkı mı gevşek mi olduğunu anlamaya dair iyi bir rehber olduğu, ayrıca araştırmacılar için gelecekteki enflasyon ve iktisadi aktivitelerin gidişatı hakkında yararlı bir bilgi sağlayıcısı olduğu genel olarak kabul görmüştür. Bu açıdan ekonomide faiz oranlarının vade yapısının incelenmesi, uygulanacak politikalar ve konjonktürel değerlendirmeler açısından karar alma sürecinde de büyük önem taşımaktadır.

Türkiye'de 1980 sonrasında liberalleşme politikaları ile birlikte faiz oranlarının görece olarak piyasa koşullarına daha çok bırakıldığı söylenebilir. Özellikle mevduat faiz oranlarının üzerinde çok oynanan bir politika değişkeni durumuna geldiği

görülmektedir. 1980- 1990 yılları arasında ise faiz oranları Merkez Bankası tarafından kontrol edilmiş, enflasyon ve uygulanan para politikaları ile paralel bir seyir izlemiştir.

1980'den sonra faiz oranları üzerindeki Merkez Bankasının açıktan kontrolünün kaldırılması halkın elindeki tasarrufun finansal kurumlara akışını sağlama ve finansal sektörün derinleştirilmesi için finansal kurumlar arasındaki rekabeti teşvik etme amacını gütmekte idi. Ancak bazı büyük bankalar bu serbestleşme sonucunda faiz oranlarının daha fazla yükselmesini önlemek için aralarında anlaşmışlar ve böyle bir anlaşma bile artan kredi talebi ve küçük ölçekli bankaların rekabetçi politikaları karşısında faizlerin yükselişini durduramamıştır. 1985 yılından sonra ise devletin bütçe açıklarını finanse etmek için piyasaya ihale yoluyla menkul kıymet sürmesi, bu ihalelerde arz talep koşullarında oluşan faiz oranlarını ekonomide baz alınan temel oranlar haline getirmiştir. Hazine ihalelerinde oluşan getiri oranları da faiz oranlarının gelecekteki seyri için bir gösterge oluşturmaya başlamıştır.

1990'lı yıllarda faiz oranını belirleyen koşullarda önemli değişiklikler ortaya çıkmıştır. Uluslararası finansal serbestleşme ile faiz oranları uluslararası para hareketlerinin etkisi altına girmiştir. Kamu fon talebi ve reel büyümenin uyardığı yüksek faiz oranı, 90'lı yılların başındaki yüksek devalüasyon ile birleşince, spekülasyon sıcak paranın Türkiye'ye girmesi süreci hız kazanmış ve sermaye talebinde uzun dönemli üretken yatırımlardan çok kısa dönemli spekülasyonlar belirleyici olmuştur. Spekülasyon sıcak paranın getirisi, yüksek faiz ve yavaş devalüasyon nedeniyle uluslararası düzeyin çok üzerine çıkmış ve bu durum Türkiye'ye daha çok sıcak para girmesine ve getiri oranının buna bağlı olarak daha çok yükselmesine neden olmuştur. Dış finansal serbestlikle birlikte, para ikamesinin kırılmasında bir araç olarak faiz oranına daha çok başvurulmaya başlanmıştır. Yani TL cinsinden varlıkların döviz tutmaya oranla daha cazip hale getirilmesi için faiz oranları yükseltmek zorunda kalmıştır. Mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalar hem faiz oranlarını yükseltmiş hem de vadeleri kısaltmıştır.

Türkiye'de faiz oranları ve vade yapısını incelediğimiz bu çalışmamızda Türkiye'de faiz oranlarının ve vade yapısının dönemsel olarak değişiklikler gösterdiği

sonucuna varılmıştır. Faiz oranlarının temelde hazine ihalelerinde oluşan faiz oranları baz alınarak MB'nca belirlenen alt ve üst limitler çerçevesinde bankalarca kendi politikalarına uygun olarak serbestçe belirlendiği görülmüştür.

Kar amaçlı ticari kuruluşlar olarak bankaların uygulayacakları faiz oranlarını belirlerken kurumsal portföy dengelerini yani alacak ve yükümlülüklerinin faiz oranlarını ve vade yapılarını, diğer bankalarının uyguladıkları faiz oranlarını, likidite ihtiyaçlarını, ekonominin genel gidişatını ve kar marjlarını göz önünde bulundurdıkları gözlemlenmiştir.

Özel bankaların kamu bankalarına göre faiz oranlarını ve vade yapılarını ayarlamada daha değişken ve duruma göre pozisyon alan konumda oldukları söylenebilir. Merkez Bankasının da alacağı her türlü kararın ve atacağı her türlü adımın bankaların alacakları kararlarda doğrudan etkisi bulunmaktadır. Her ne kadar şu anda faiz oranları piyasada arz talep koşullarına göre serbest belirleniyor gibi görünse de bankalar uygulayacakları faiz oranlarında Merkez Bankasının uyguladığı oranları ve izlediği yöntemi yakından takip etmekte ve o doğrultuda kendi faiz politikalarını yönlendirmektedirler.

Faiz oranları ve vade yapısı çoğunlukla tasarruf sahiplerinin değil ticari bankaların ve Merkez Bankasının tercihleri tarafından belirlenmektedir. Bankalar özel pozisyonlarına, bilanço durumlarına göre mevduata uygulayacakları faiz oranlarına tasarruf sahiplerinin tercihlerini ikinci planda tutarak karar verebilmektedirler.

Türkiye'de ortalama vade süresinin ise üç aylık dönemde yoğunlaştığı bulunmuştur. Piyasada oluşan güven bunalımı, siyasi otoritenin tutarsızlığı, makroekonomik belirsizlik ve istikrarsızlık bu durumun nedenleri arasında sayılabilir.

Türkiye'de faiz oranlarının vade yapısının tamamen iktisadi konjontürün gidişatını, ekonominin performansını ve ekonominin genel görünümünü yansıttığı sonucuna varılmıştır. Nitekim açıkça görülmüştür ki Türkiye'de 1980 yılından 1994 yılında yaşanan Türkiye'deki finansal piyasaları tamamen etkisi altına alan ve ekonomik

dengeleri alt üst eden Asya krizine kadar kısa vadeli faiz oranları, uzun vadeli faiz oranlarından daha düşük seviyede idi. 1994-2002 yılları arasında ise art arda yaşanan krizlerden, ekonomik belirsizliklerden, gelecekle ilgili olumsuz beklentilerden dolayı kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli faiz oranlarının üzerinde seyretmiştir. 2002 yılından bugüne ise kısa ve uzun vade faiz oranları neredeyse aynı düzeye gelmiş, faiz oranları önceki dönemlerin üçte bir seviyesine inmiş, vade primi çok küçük rakamlara inmiştir. Bu durum geçmiş dönemlere nispeten ekonomideki güven ve istikrar ortamını yansıtmaktadır.

Bunlara ek olarak gelecekteki enflasyon beklentilerinin aynı şekilde gelecekteki faiz oranlarının temel belirleyicisi olduğu ve enflasyon priminin vade primine direkt olarak etki ettiği söylenebilir. Bu bulgu ise, faiz oranlarının vade yapısı içerisindeki gelecekteki enflasyon ile ilgili ipucu niteliğindeki bilgiler üzerine yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlarla örtüşmektedir.

Devletin bütçe açıklarından kaynaklanan kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek oluşu Türkiye’de reel faizlerin yüksek seyretmesinin temel nedenidir. O nedenle hükümet gelirlerini artırıcı ve giderlerini azaltıcı kalıcı önlemler almadığı sürece ülke ekonomisinin yüksek faiz ortamında yaşamaya devam etmek zorunda kalacağı kaçınılmaz bir gerçektir. Yüksek reel faizler reel sektör yatırımlarının cazibesini yitirmesine neden olduğu için güçlü bir ekonomik yapıya sahip olmanın yolu KKBG’ni minimum seviyeye indirmekten geçmektedir.

Bu çalışmanın sonucunda görülmüştür ki tasarruf sahiplerinin, yatırımcıların, bankaların ve diğer iktisadi ajanların hükümetin uyguladığı politikaların istikrarına, tutarlılığına ve hükümetin uygulama konusundaki kararlılığına güveni arttıkça Türkiye ekonomisi geleceğe dönük istikrar ve güven ortamı oluşacağı beklentisiyle son derece olumlu gelişmeler göstermektedir. Bu durum finans piyasalarına da aynı şekilde yansımakta ve faizler düşmekte, vade süreleri verimli yatırımları gerçekleştirmeye elverişli ortam sağlayacak düzeye çıkabilmektedir; faizlerin düşmesi ise ekonomide çarkı harekete geçiren en önemli unsur olmaktadır. Bu yüzden Türkiye’de finans piyasalarının asli görevi olan reel sektörü finanse edebilmesi, krizlere karşı dirençli hale

gelebilmesi, derinleşmesi, her türlü spekülasyondan etkilenmeyecek şekilde güçlenmesi için siyasi otoritenin güven ortamı oluşturması ve makro ekonomik belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve istikrarın sağlanması gerekmektedir.





EKLER



EK - 1

Görüşme Soruları

1. Sizce Türkiye’de faiz olgusunu belirleyen temel etmenler nelerdir?
2. Türkiye’de bankalarda bulunan mevduatların ortalama vadesi ne kadardır?
3. Kamu ve özel bankalarda bulunan mevduatların ortalama vadelerinde farklılıklar var mıdır? Varsa bu farklılığın nedenleri nelerdir?
4. Bankanız tarafından toplanan mevduatın vade süresini artırmak için faiz oranları ile ilgili ne gibi politikalar uygulanmaktadır?
5. Bankaların farklı vadelerdeki mevduatlara farklı faiz oranları uygulamalarının nedenleri nelerdir?
6. Farklı bankalar aynı vadeye sahip mevduatlara farklı faiz oranı uygulayabilirler mi? Eğer böyle bir uygulama varsa bu farklılık nelerden kaynaklanmaktadır?
7. İstatistiklere göre Türkiye’de hazine iç borçlanma senetlerinin ortalama vadesi bir yıldan azdır. Size göre bu durumun temel nedenleri nelerdir?
8. Kamu ve özel bankaların uyguladıkları kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasında farklılıklar var mıdır? Var ise bu durum neden kaynaklanmaktadır?
9. Türkiye’nin 1980’li yıllardan günümüze içinde bulunduğu yüksek enflasyon ortamı hazinenin borçlanma vadesi ve banka mevduatlarının ortalama vadesi üzerinde ne gibi etkilerde bulunmaktadır?
10. Gelecekteki enflasyon beklentilerinin faiz oranlarına ve faiz oranlarının vade yapısına etkileri ne yöndedir?
11. Makroekonomik belirsizlik ve ekonomik istikrarsızlık zamanlarında kısa veya uzun vadeli kredi talep edenlerin vade tercihlerinde değişimler gerçekleşmekte midir? Gerçekleşen değişimler nasıldır?
12. Yapılan çalışmalara göre Türkiye’de ve Dünyada gelişmekte olan ülkelerde kısa vade faiz oranları uzun vade faiz oranlarına göre daha çok dalgalanmalar göstermektedir. Sizce bunun ana nedenleri nelerdir?
13. Türkiye’de reel faizlerin Dünya ortalamalarına göre çok yüksek seviyede seyrettiği herkesçe gözlemlenen bir gerçektir. Sizce bu durum kredi talebinde bulunanları kısa vadeli mi yoksa uzun vadeli mi borçlanmaya teşvik etmektedir? Neden?

14. Devletin finansman ihtiyacındaki değişmeler faiz oranlarını nasıl etkilemektedir?
15. Ekonomideki para talebi arttıkça, mevduatlara uygulanan faiz oranlarının vade priminde her hangi bir değiklik meydana gelmekte midir? Eğer geliyorsa bunlar nelerdir?
16. Merkez Bankasının uyguladığı para politikaları kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki vade primini etkilemekte midir? Eğer etkiliyorsa bu etki nasıldır?
17. Hazine iç borçlanma ihalelerinde oluşan faiz oranlarında kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki vade primi bankalar tarafından ya da sizin bankanız tarafından uzun vadeli mevduatlara uygulanacak faiz oranlarında göz önünde bulundurulmakta mıdır? Eğer bulunduruluyorsa bunun sebebi nedir?
18. Kişilerin servet birikimi ya da likidite ihtiyaçları onların kısa veya uzun vadeli mevduata yönelimlerini etkilemekte midir? Eğer etkilemekte ise bu etki hangi yöndedir?
19. Bankanızca verilen kısa ve uzun vadeli kredilerin faiz oranları arasındaki farklılık yalnızca vade süresinin uzamasından mı kaynaklanmaktadır? Bu duruma etki eden başka etmenler de var mıdır? (Likidite, risk vb.)
20. Sermaye ve döviz piyasalarındaki dalgalanmalar mevduat faiz oranlarının vade yapısını etkilemekte midir? Etkilemekte ise bu etki nasıldır?
21. Hükümet ile IMF arasında imzalanan anlaşmalar ve bur çerçevede uygulanan para ve maliye politikaları güven ortamı oluşturmakta mıdır? Bunun sonucunda piyasa faiz oranlarına ve vade yapısına etkileri nasıldır?
22. Yeni bankacılık yasaının faiz oranları ve vade yapısı üzerindeki etkileri ve sonuçları nelerdir?
23. Türkiye'nin AB ne entegrasyon sürecinde yaşanan gelişmeler toplumun beklentilerini etkilemekte midir? Siz bu beklentileri karşılamak için neler yapıyorsunuz?
24. Ülkede ve Dünyada yaşanan toplumsal, siyasal ve ekonomik krizler bankanızın mevduat ve kredi yapısını etkilemekte midir? Etkiliyorsa bu etkinin derecesi nedir?

25. Kredi kartı ve tüketici kredisi kullanımındaki artışların halkın tasarruf eğilimine etkileri var mıdır? Eğer var ise bu etkiler mevduat yapımızı, vade yapısını ve faiz politikasını etkilemekte midir? Bu etki nasıldır?



KAYNAKÇA

KİTAPLAR

AFTALION Florin, PONCET Patrice, **Les Taux d'Intérêt**, İkinci Baskı, Presse Universitaires de France, Fransa, 1984

AREN Sadun, **İstihdam Para ve İktisadi Politika**, Onbirinci Baskı, Savaş Yayınları, Ankara, 1998

AUERBACH Robert D., **Money, Banking and Financial Markets**, Birinci Baskı, Macmillan Publishing, ABD, 1988

BABBIE Earl, **The Practice of Social Research**, Birinci Baskı, Wadsworth Publishing, İngiltere, 1992

BARBON Nicholas , **A Discourse of Trade**, Birinci Baskı, Tho. Milburn Publication, Birleşik Krallık, 1690

BAWERK Eugen von Böhm, **Capital and Interest: A Critical History of Economic Theory**, Macmillan Publishing, 1890

BAWERK Eugen von Böhm, **The Positive Theory of Capital**, Çev: William A. Smart, Macmillan Publishing, 1891

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J., **Investments**, Dördüncü Baskı, Irvin McGraw-Hill Publication, Singapur, 1999

BOGDAN R., LUTFIYYA Z.M., **Standing on its Own: Qualitative Research in Special Education**, Controversial Issues Confronting Special Education, Allyn and Bacon Publishing, 1992

- BRANSON William H., **Makro İktisat Teorisi ve Politikası**, Çev:İbrahim Kanyılmaz, Birinci Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul, 1995
- BRIGHAM Eugene F., HOUSTON Joel F., **Fundamentals of Financial Management**, Dokuzuncu Baskı, Harcourt College Publishing, ABD, 2001
- CANTILLON Richard, **Essay on the Nature of Trade**, İng. Çev. Henry Hicks, Frank Cass Co. Publication, Fransa,1959
- CIOCCA Pierluigi, NARDOZZI Giangiacomo, **The High Price of Money**, Birinci Baskı, Clarendon Press, ABD, 1996
- COHEN Jacob, **Money and Finance**, Birinci Baskı, Iowa State University Press, Iowa, 1986
- COOPER Kerry, FRASER Donald, USELTON Gene, **Money, The Financial System and Economic Policy**, Birinci Baskı, Addison-Wesley Publication, 1983
- DAMODARAN Aswath, **Investment Valuation**, John Wiley & Sons Inc Publication, New Jersey, 1996
- DAVIS James, **The Information in the Term Structure: An Update**, Dimensional Fund Advisors Inc.,Trade Publication (Kitapçık) , 2000
- DENIS Henri, **Ekonomik Doktrinler Tarihi** (Çev. A. Tokatlı), Üçüncü Baskı, Sosyal Yayınlar, Cilt I, İstanbul, 1997
- DORNBUSCH Rudiger, FISCHER Stanley, BOSSONS John, **Macroeconomics and Finance- Essays in Honor of Franco Modigliani**, Birinci Baskı, MIT Press, ABD, 1987
- EASTERBY-SMITH M., THORPE R., LOWE A., **Management Research: An Introduction**, Birinci Baskı, Sage Publication, Londra, 1991

EATWELL John, MILGATE Murray, NEWMAN Peter, **The New Palgrave: A Dictionary of Economics**, Basingstoke, 1987

EKELUND Robert B., HEBERT Robert F., **A History of Economic Theory and Method**, Üçüncü Baskı, McGraw-Hill Publishing, Singapur, 1993

ERGİN Feridun, **Para ve Faiz Teorileri**, İkinci Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1983

FABOZZI Frank C., **Bond Markets, Analysis and Strategies**, Birinci Baskı, Prentice-Hall Press, New York, 1993

FISHER Douglas, **Money and Banking**, Birinci Baskı, Richard Irvin Inc.Publication, Kanada, 1971

FISHER Irving, **Theory of Interest**, Birinci Basım, Mac Millan Publishing, ABD,1930

FULLER Russell J., FARRELL James L., **Modern Investments and Security Analysis**, İkinci Baskı, McGraw-Hill, ABD, 1987

GURLEY John G., SHAW Edward S., **Money in the Theory of Finance**, Birinci Baskı, Brookings Institution, Melbourne, 1960

HANDA Jagdish, **Monetary Economics**, Birinci Baskı, Routledge Publication, İngiltere, 2000

HANSEN Alvin H., **A Guide to Keynes**, Birinci Baskı, Tosha Printing Corporation, Singapur, 1953

HARRIS Laurence, **Monetary Theory**, Birinci Baskı, McGraw-Hill Publication, 1985

- HENDERSON David R., **The Fortune Encyclopedia of Economics**, Birinci Baskı, Warner Publication, 1993
- HICKS John, **Value and Capital**, İkinci Baskı, Oxford University Press, Londra, 1939
- HORNE James C. Van, **Financial Market Rates and Flows**, Üçüncü Baskı, Prentice Hall Publishing, ABD, 1990
- HOWELLS Peter, BAIN Keith, **The Economics of Money, Banking and Finance**, Beşinci Baskı, Pearson Publication, ABD, 2001
- HUBBARD Glenn, **Money, the Financial System and the Economy**, İkinci Baskı, Addison-Wesley Publishing, ABD, 1997
- HUME David, **Essays, Moral, Political and Literary**, Edit: Eugene F. Miller, Liberty Fund Publication, ABD, 1987
- KARASAR Niyazi, **Bilimsel Araştırma Yöntemi**, Onuncu Baskı, Nobel Yayınları, Ankara, 2000
- KAUFMAN George G., **The U.S. Financial System, Money, Markets and Institutions**, Beşinci Baskı, Prentice Hall, New Jersey, 1992
- KERN David, GUTMANN Peter, **Interest Rate Analysis and Forecasting**, Birinci Baskı, Woodhead-Faulkner Publishing, İngiltere, 1992
- KEYDER Nur, **Para Teori Politika Uygulama**, Yedinci Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım, Ankara, 2000
- KEYNES John Maynard, **General Theory of Employment, Interest and Money**, Macmillan Press, 1936

KIDWELL David S., PETERSON Richard L., **Financial Institutions, Markets and Money**, Birinci Baskı, Dryden Press Publication, ABD, 1981

KOHN Meir, **Financial Institutions and Markets**, Birinci Baskı, McGraw-Hill Inc., Singapur, 1994

KUMBARACI BAŞI Onur, **Ekonomik Doktrinler ve Ekonomik Düşüncenin Evrimi**, Üçüncü Baskı, Ankara İktisadi Ticari İlimler Akademisi Yayınları No: 102, Ankara, 1976

LESIKAR Raymond, PETTIT John, FLATLEY Marie, **Lesikar's Basic Business Communication**, McGraw-Hill, 1996

LOCKE John, **Some Considerations of the Consequences of the Lowering of Interest and the Raising the Value of Money**, Birinci Baskı, Black Swan Publication, 1691

LUTZ Friedrich A., **The Theory of Interest**, Birinci Baskı, Reidel Publishing, Hollanda, 1967

MADURA Jeff, **Financial Markets and Institutions**, Beşinci Baskı, South Western College Publishing, ABD, 2001

McCALLUM Bennett T., **Monetary Economics: Theory and Policy**, Birinci Baskı, Macmillan Publishing, ABD, 1989

MILL John Stuart, **Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy**, Longmans, 1874

MILLER Roger LeRoy, PULSINELLI Robert W., **Modern Money and Banking**, McGraw Hill, Boston, 1985

MISHKIN Frederic S., **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Altıncı Baskı, Addison Wesley Publication, New York, 2001

MODIGLIANI Franco, FABOZZI Frank J., **Capital Markets**, İkinci Baskı, Prentice-Hall International Inc., Sydney, 1992

MUNNIK Jaroen F.J., **The Valuation of Interest Rate Derivative Securities**, Routledge College Publication, İngiltere, 1996

O'BRIEN George, **An Essay On Medieval Economic Teaching**, Birinci Baskı, Augustus M. Kelly Publishing, İngiltere, 1920

ÖÇAL Tezer, **Para Teorisi**, Ankara İkt. Ve Tic. İlm. Akademisi Yayın No:121, Birinci Baskı, Ankara, 1982

PARASIZ İlker, **Para Ekonomisi**, Birinci Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1991

....., **Para Politikası (Türkiye Uygulamaları)**, Beşinci Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1998

....., **Para, Banka ve Finansal Piyasalar**, Birinci Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000

PIERCE James L., **Monetary and Financial Economics**, Birinci Baskı, John Wiley & Sons Inc. Publication, ABD, 1984

PILBEARN Keith, **Finance and Financial Markets**, Birinci Baskı, Macmillan Press LTD Publication, Malasia, 1998

PIVETTI Massimo, **An Essay on Money and Distribution**, Birinci Baskı, Macmillan, Publishing, ABD, 1991

- QUINTART Aimable, ZISSWILLER Richard, **Théorie de la Finance**, İkinci Baskı, Presses Universitaires de France, Paris, 1990
- RITTER Lawrence S., SILBER William L., **Principles of Money, Banking and Financial Markets**, Beşinci Baskı, Basic Books Inc.Publication, ABD, 1986
- SAVAŞ Vural , **İktisadın Tarihi**, Liberal Düşünce Topluluğu Yayınları, İkinci Baskı, İstanbul, 1997
-, **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, Birinci Baskı, Fatih Yayınevi, İstanbul, 1984
- SAY Jean Baptist, **A Treatise on Political Economy**, Lippincott, Grambo & Co.Publication, 1855
- SCREPANTI Ernesto, ZAMAGNI Stefano, FIELD David, **An Outline of the History of Economic Thought**, İkinci Baskı, Oxford University Press, İngiltere, 1995
- SIKLOS Pierre, **Money Banking and Financial Institutions: Canada in the Global Environment**, Birinci Baskı, McGraw-Hill, 2003
- SMITH Adam, **An Inquiry into the Nature and Causes of Wealth of the Nations**, Edit. Edwin Cannan, Methuen and Co. Ltd, 1904
- UHR Carl G., **Economic Doctrines of Knut Wicksell**, Birinci Baskı, University of California Press, California, 1962
- WALSH Carl E., **Monetary Theory and Policy**, Birinci Baskı, MIT Press, Hong Kong, 2003
- WESTON J. Fred, BESLEY Scott, BRIGHAM Eugene F., **Essentials of Managerial Finance**, Onbirinci Baskı, Dryden Press Publication, ABD, 1996

YILDIRIM Ali, ŞİMŞEK Hasan, **Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri**, Seçkin Yayıncılık, 2000

YILDIRIM Kemal, Doğan Karaman, **Makroekonomi**, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, Yayın No: 145, Eskişehir, 2001

YILDIRIM Kemal, **Talep Yönlü Makroekonomik Politikaların Etkinliği 1980-1990 Türkiye Örneği**, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları No:659, Eskişehir, 1992

SÜRELİ YAYINLAR

BABEL David F., "Interest Rate Dynamics and the Term Structure: A Note." **Journal of Banking and Finance** 12, Eylül 1988

BERUMENT Hakan, "Determinants of Interest Rates in Turkey", **CBRT Discussion Paper: 9902**, Şubat 1999

....., "Exchange Rate Risk and Interest Rate: A Case Study for Turkey", **Bilkent University Economics Department Discussion Papers**, Aralık 2001

....., "Treasury Auction Interest Rates and Economic Performance for Turkey", **Bilkent University Economics Department Discussion Papers**, Şubat 2002

BRENNAN Michael J., SCHWARTZ Eduardo, "A Continuous Time Approach to the Pricing of Bonds." **Journal of Banking and Finance** 3, Temmuz 1979

CULBERTSON John M., "The Term Structure of Interest Rates", **Quarterly Journal of Economics**, Kasım 1957

DORRANCE G.S., **International Monetary Fund Staff Papers**, 10, 1963

EVANS Charles, MARSHALL David, "Monetary Policy and the Term Structure of Nominal Interest Rates: Evidence and Theory", **Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy** (49), 1998

FAMA Eugene, "The Information in the Term Structure", **Journal of Financial Economics**, 13, 1984

FISHER Mark, GILLES Christian, "Around and Around: The Expectations Hypothesis." **The Journal of Finance** 53, Şubat 1998

GRIGGS Steve, "Analysing Qualitative Data", **Journal of Market Research**, Volume 29, No:1, 1988, s. 228-242

HICKS John R., "Mr. Keynes and The Classics: A suggested Interpretation", **Econometrica** 5, Nisan 1937

KING Robert G., KRUMANN André, "Expectations and the Term Structure of Interest Rates: Evidence and Implications", **Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly** Volume 88/4, Sonbahar 2002

MANKIWI Gregory, MIRON Jeffrey A., "The Changing Behaviour of the Term Structure of Interest Rates", **NBER Working Paper No: 1669**, Temmuz 1985

MARSCHAK Jacob, "Wicksell's Two Interest Rates", **Social Research**, Volume.8, Kasım 1941

MISHKIN Frederic S., "The Information in the Term Structure: Some Further Results", **Journal of Applied Econometrics**, Vol. 3, 1988

....., "What Does the Term Structure Tell Us about Future Inflation", **Journal of Monetary Economics** 25, 1990

-, "The Information in the Longer Maturity Term Structure about Future Inflation, **Quarterly Journal of Economics**, Ağustos 1990
- MODIGLIANI Franco, SUTCH Richard, "Innovations in Interest Rate Policy", **American Economic Review**, 56, Mayıs 1966
- SHEN Pu, STARR Ross M., "Liquidity of the Treasury Bill Market and the Term Structure of Interest Rates", **Journal of Economics and Business (50)**, 1998
- SHILLER Robert J., McCULLOCH J. Houston, "Term Structure of Interest Rates", **NBER Working Papers #2341**, Ağustos 1987
- SYKES Wendy, "Validity and Reliability in Qualitative Market Research", **Journal of Market Research Society**, Volume 32, No:3, 1990, s. 289-325
- ŞAHİNBEYOĞLU Gülbin, YALÇIN Cihan, "Term Structure of Interest Rates: Does It Tell About Future Inflation?", **CBRT Discussion Paper No: 2000/2**, Mart 2000.
- TELATAR Erdinç, TELATAR Funda, RATTI Ronald A., "On the Predictive Power of Interest Rates for Future Inflation Changes in the Presence of Political Instability: the Turkish Economy, **Journal of Policy Modelling**, Şubat 2003
- TOBIN James, "Money and Economic Growth", **Econometrica**, Vol.3, Ekim 1965
-, "Money, Capital and Other Stores of Value", **AER**, Vol.51, Mayıs 1961
- WICKSELL Knut, The Influence of Rate of Interest on Prices, **Economic Journal**, XVII,1907
- WILLIAMS Jean Morton, "Obtaining the Survey Interview-an Analysis of Tape Recorded Doorstep Introductions, **Journal of Market Research Society**, Volume 29, No: 1, 1988

İNTERNET KAYNAKLARI

http://www.canaktan.org/politika/liberal_demokrasi/dusunurler/bawerk.htm/ 20.07.2004



DİZİN

- A -

arz, 7, 8, 10, 12, 14, 15, 16, 17, 24, 25,
43, 44, 45, 47, 55, 69, 73, 83, 84

- B -

banka, 16, 69, 70, 73, 76, 79, 80
Bawerk, 27, 28, 100
bekleyişler teorisi, 37, 41, 43, 44, 50,
51, 52, 54, 55
bono, 32, 39, 40, 42, 43, 46, 47, 48, 53,
54, 55, 58

- E -

ekonomi, 6, 7, 13

- F -

faiz oranı, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14,
15, 16, 17, 18, 20, 21, 22, 24, 25, 26,
28, 29, 30, 32, 33, 34, 40, 41, 42, 44,
46, 51, 56, 57, 58, 59, 71, 72, 73, 74,
78, 83
faiz teorisi, 8, 9, 10, 17, 18, 21, 27
fırsat maliyeti, 29, 69, 77
Fisher, 9, 27, 28, 29, 30, 35, 37, 38, 51,
100
fon, 6, 14, 45, 48, 49, 69, 73, 76, 83

- H -

hasılat eğrisi, 34, 35, 36, 37, 46, 47, 48,
50, 51, 52, 54, 56, 58, 59
Hicks-Hansen, 9, 20, 21, 100
Hume, 8

- İ -

işlem, 3, 18, 20, 21, 37, 38, 45, 48, 53,
70

- K -

Keynes, 9, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 26,
90, 96, 100
Klasik, 9, 10, 12, 17, 99
kredi, 2, 6, 12, 13, 14, 16, 36, 38, 43,
44, 49, 54, 55, 73, 74, 75, 77, 78, 80,
81, 83

- L -

liberal düşünce, 7
likidite, 18, 20, 21, 22, 26, 33, 43, 46,
50, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 71, 76, 77,
78, 79, 81, 84
likidite primi, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 78

- M -

Merkez Bankası, 57, 72, 77, 82, 84
mevduat, 70, 71, 74, 76, 77, 78, 79, 80,
81, 82
Mill, 12, 13

- Ö -

ödünç, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 11, 13, 15,
17, 18, 29, 30, 37, 42, 43, 44, 45, 46,
47, 48, 50, 53, 55, 69, 73, 74, 76, 77

- P -

para, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 11, 13, 15, 17,
18, 19, 20, 21, 22, 24, 25, 26, 30, 32,
36, 42, 45, 46, 57, 69, 75, 76, 77, 78,
79, 82, 83
piyasa, 6, 12, 29, 32, 33, 36, 37, 38, 42,
48, 50, 53, 54, 71, 75, 77, 80, 82

- Q -

Quesnay, 8

- S -

Say, 12, 13

Smith, 10, 11, 12, 68

- T -

tahvil, 19, 26, 79

talep, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 16, 19, 21, 22,
24, 44, 45, 47, 51, 53, 55, 56, 58, 75,
76, 79, 83, 84

tercih edilen habitat, 51, 52, 53

Tobin, 9, 21, 25, 26, 46, 100

Türkiye, 22, 61, 62, 63, 69, 72, 73, 75,
78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 93, 95

- V -

vade, 26, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39,
40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 50, 51, 52,
53, 54, 55, 56, 58, 59, 61, 62, 63, 69,
71, 72, 73, 75, 76, 77, 78, 81, 82, 83, 84

- W -

Wicksell, 9, 13, 14, 15, 16, 17, 94, 96