

## ÜNİTE 5

### Mal, Para Ve Döviz Piyasaları Arasındaki İlişkiler

#### Dışa Açık Bir Ekonomide Mal Piyasasında Denge Durumunun Araştırılması

Küreselleşme süreci tüm ülkeleri farklı ölçülerde dış ekonomik ilişkilere açmıştır. Sermaye hareketlerinin sınırlı bir düzeyde de olsa var olduğu ekonomik düzlemde piyasa dinamiklerinin dışa açık bir ekonomik düzlemi modellemesi bir gerekliliktir.

#### Mal Piyasasında Denge: IS Eğrisinin Elde Edilmesi

Dışa açık bir ekonomi modeli için türetilen IS (yatırımlar ve tasarruf) eğrisinin dışa kapalı bir ekonomi modeli için türetilen IS eğrisinden hiçbir farkı bulunmamaktadır. Tek fark toplam planlanan harcama denkleminin içerdiği net ihracat (NX) büyüklüğünün dışa açık ekonomi modelinde analize dahil edilmesidir. IS eğrisi mal piyasasında dengeyi sağlayan, faiz oranı-reel gelir düzeyi bileşimlerini yansıtan fonksiyondur. Dışa açık bir ekonomi modeli için mal piyasasında denge durumunu sağlayan noktaların geometrik yerini veren IS eğrisi elde edilmektedir. Görülmektedir ki; dışa açık ve kapalı ekonomi modelleri için elde edilen IS eğrilerinin yapısında karakteristik bir fark bulunmamaktadır. Tek fark açık ekonomi modelinde çarpan katsayısının içerdiği (m) marjinal ithalat eğilimidir. IS-LM Modelindeki her alternatif faiz oranına karşılık gelen bir denge milli gelir düzeyi olduğunu belirtir. LM likit ide para anlamına gelir ve M eğrisi para arzı ile talebin nasıl değiştiğini gösterir.

#### Döviz Piyasasında Denge Durumunun Araştırılması

Bir ülke ekonomisinin dış, dünyaya eklenmesinin (dışa açılmasının) önemli sonuçlarından birisi de net ihracat (NX) büyüklüğünün modele dahil edilmesidir. Yurtiçinde üretilen gelir (Y), yurtdışında üretilen gelir (YF) ve reel döviz kurunun (R) fonksiyonu olduğu cari işlemler dengesi (CA) dışa açık bir ekonomide karar birimlerinin reel servetlerinin ne kadarını ulusal büyüklüklerde ne kadarını uluslararası büyüklüklerde bulduklarına göre değişiklik göstermektedir. Reel döviz kurunda meydana gelen bir değişimin net ihracat üzerinden cari işlemler dengesini etkilemesi söz konusu olduğundan yurtiçi ve yurtdışı fiyat düzeyleri veri iken nominal döviz kurunda meydana gelen bir artışın, reel döviz kurunu artırması üzerinden ihraç, mallarına yönelik talep artışı ve ithal mallarına yönelik talep azalışı biçiminde net ihracat üzerinde bir baskı yaratmaktadır. Dışa açık ekonomi modelinde reel servetlerinin bir bölümünü veya tümünü uluslararası varlıklarda bulundurabilen ekonomik karar birimleri bu düzeyi belirlerken ulusal ve uluslararası varlıkların getiri durumu da dikkate almaktadır. Yerli ve yabancı karar birimleri reel servetlerini IS-LM modelindeki gibi para ve/veya tahvil biçiminde bulunduruyorsa yerli ve ulusal tahvillerin faiz getirilerini karşılaştırarak faiz getirisi daha yüksek olan varlıkta servetlerini saklama yoluna giderler.

#### BP Eğrisinin Elde Edilmesi

Cari işlemler hesabında oluşacak olan fazla veya açığa eş miktarda bir döviz çıkışı veya döviz girişi ile dengelenen noktaların geometrik yerini veren (BP) eğrisi döviz piyasasını dengeye getirmektedir. Eğri üzerindeki her nokta ödemeler bilançosu dengesidir ve pozitif eğilimlidir.

## BP Eğrisinin Eğimi

Pozitif eğime sahip BP eğrisi farklı eğimlerde ortaya çıkabilmektedir. BP eğrisinin eğiminin farklı olmasına neden olan durumlar, reel gelirde meydana gelen artışın ne kadarı ithalata gittiği, ulusal faiz oranlarının milli gelir üzerindeki etkilerini göstermektedir.

## BP Eğrisinde Kaymalar

BP eğrisinin eğimini etkileyen iki unsur söz konusudur. Ekonomide marjinal ithalat eğilimi arttıkça BP eğrisi dikleşir. Sermaye hareketlerinin yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farka olan duyarlılığı arttıkça BP eğrisi yatık olur.

**Döviz Piyasasında Meydana Gelen Dengesizlikler;** BP eğrisi yalnızca üzerindeki her nokta itibariyle döviz piyasası denge koşullarının sağlandığı düzeylerinin geometrik yerini verdiği için BP eğrisinin yukarısında (solunda) ve aşağısında (sağında) döviz piyasasında dengenin sağlanmadığını görür.

## Mal, Para ve Döviz Piyasalarında Eşzamanlı Dengenin Sağlanması (IS-LM-BP Modeli)

Mal, para ve döviz piyasalarının eşzamanlı olarak dengeye gelmeleri ülkede uygulanan döviz kuru rejimi ile de yakından ilgilidir. Esnek döviz kuru rejiminin tercih edildiği durumda mal ve para piyasasındaki gelişmelere döviz piyasası arz ve talep mekanizması ile karşılık verirken, sabit kur rejiminin tercih edildiği durumlarda mal veya para piyasasında meydana gelen değişimlere döviz piyasasından bir cevap gelmemekte, para otoritesi (merkez bankası) önceden duyurduğu döviz kuru üzerinden piyasadaki artan veya azalan döviz talebine karşılık vermektedir.

## Tam (Sınırsız) Sermaye Hareketliliği Altında Mal-ParaDöviz Piyasasında Denge (IS-LM-BP Modeli)

Yerli ve yabancı finansal varlıkların birbiriyle mükemmel ikame edildiği varsayımına dayanan bu model; küresel ölçekte ekonomik karar birimlerinin reel servetlerini yerli veya yabancı varlıklarda bulundurmaya istemelerinin ekonominin geri kalanı için yaratacağı etkiyi alternatif döviz kuru olarak anlamaktır. Tam sermaye hareketliliği varsayımı altında para ve maliye politikalarının etkinliği uygulanan döviz kuru rejimlerine göre farklılıklar gösterecektir.

**Esnek Kur Rejimi Altında Maliye Politikasının Etkinliği;** Sermaye hareketlerinin sınırsız yani yerli ve yabancı finansal varlıkların birbirinin yerine getirilerine göre çok kolay bir biçimde tercih edildiği ve döviz kurunun döviz arz ve talebine bağlı olarak döviz piyasasında belirlendiği esnek kur rejimi varsayımı altında maliye politikası uygulanır. Sermaye hareketliliğinin sınırsız ve döviz kurunun esnek olduğu bir durumda genişletici maliye politikasının "üçlü" denge üzerinde hiçbir etkisi yoktur.

**Sabit Kur Rejimi Altında Maliye Politikasının Etkinliği;** Sabit kur rejiminin benimsendiği durumda, sermaye giriş, çıkışlarının ulusal ve yabancı finansal varlıkların getirisine sonsuz duyarlı olduğu bir ortamda merkez bankası tarafından dönem başında belirlenerek dönem sonuna kadar değişmeden kalacağını taahhüt ettiği sabit kur rejimi maliye politikasını esnek

kur rejiminin tersine daha etkin kılmaktadır. Maliye politikasının sabit kur rejimi altında etkin olmasına yol açan bu durumun arkasında görüldüğü gibi dışlama etkisinin olmaması yatmaktadır.

**Esnek Kur Rejimi Altında Para Politikasının Etkinliği;** Reel döviz kurunda meydana gelen artışla birlikte yerli para biriminin yabancı para birimi karşısındaki değer kaybının ülkenin ihracatını artırması ülkenin ilişkide olduğu diğer ülkelerin ithalatının artmasıyla aynı anlama gelmektedir. Aynı şekilde net ihracatın artmasına neden olan bir diğer boyut olan ithalatın azalması da diğer ülkelerin ihracatının azalması anlamına geldiğinden, kısaca reel döviz kuru azalan ülkenin net ihracatında ortaya çıkan artış eşzamanlı olarak diğer ülkelerin net ihracatında azalış, meydana getirecektir. Reel döviz kuru düşen ülkenin diğer ülkelerin aleyhine sağladığı süz konusu kazanç, "komşuyu zarara sokma politikası" olarak nitelendirilmektedir.

**Sabit Kur Rejimi Altında Para Politikasının Etkinliği;** Döviz piyasasının dengede olmadığı yerli varlıkların getirilerini temsil eden faiz oranının, yabancı varlıkların getirilerini temsil eden faiz oranının altında olması nedeniyle karar birimleri reel servetlerini birbiriyle tam ikame olabilen yerli ve yabancı varlıklar arasında getirisi daha yüksek olan yabancı varlıklarda bulundurmaya tercih etmektedirler. Getirisi yüksek olan yabancı varlıklara yönelen ilgi ülkeden döviz çıkışına neden olurken reel döviz kuru üzerinde bir yükseliş, baskısı yapmasına rağmen sabit kur altında dövizin fiyatı değişmeyeceğinden merkez bankası dönem başında duyurduğu kur üzerinden ekonomik birimlerin döviz talebine yerli parayı çekerek karşılık vereceğinden tekrar eski konumuna gerileyecektir. Dolayısıyla sermaye hareketlerinin sınırsız ve sabit kur rejiminin benimsendiği bir durumda genişletici para politikasının maliye politikası aksine etkin bir sonuç doğurmayacaktır.

**Tam Olmayan (Kısmi) Sermaye Hareketliliği Altında Mal-Para-Döviz Piyasasında Denge (IS-LM-BP Modeli)**

Para ve maliye politikalarının etkinliğinin pozitif bir (BP) eğrisi ile ele alınması gerekliliği para piyasasındaki dengeyi gösteren (LM) eğrisinin de pozitif eğimli olması nedeniyle analizi (LM) ve (BP) eğrilerinin birbirlerine göre daha dik ve yatık olarak detaylandırılması gibi bir zorunluluğu da doğurmaktadır.

**Esnek Kur Rejimi Altında Maliye Politikasının Etkinliği;** Kısmi sermaye ve esnek kur rejimi altında başlangıçta üçlü denge bileşimiyle sağlanmaktadır. Cari işlemler hesabındaki fazladan (net ihracat) daha az bir oranda sermayenin yurtdışına çıkış yaptığı, yani cari fazlanın gerçekleştiği türden bir döviz piyasası dengesizliği söz konusudur denge düzeyinde yerli varlıkların getirilerini temsil eden faiz oranının, yabancı varlıkların getirdiği faiz oranından daha yüksek olması ekonomik karar birimlerinin tercihlerini yerli varlıklar yönünde kullanmasına neden olmaktadır. Getirileri daha yüksek olan yerli varlıklara olan talep artışının yurt içine doğru döviz akışını hızlandırması reel döviz kuru üzerinde esnek kur rejimi geçerli olduğundan bir düşüş hareketine yol açacaktır. Nihayet üçlü" dengenin sağlandığı bu düzeyde reel milli gelirin ve denge faiz oranının ilk duruma göre daha yüksektir. Yani maliye politikası etkindir.

**Sabit Kur Rejimi Altında Para Politikasının Etkinliği;** Cari işlemler açığı nedeniyle artan döviz talebi reel döviz kurunun yükselmesi yönünde bir baskı oluştursa da sabit döviz kuru rejiminin kabul edilmesi nedeniyle döviz kurunda herhangi bir değişiklik olmayacaktır.

Artan döviz talebi merkez bankasının dönem başında duyurduğu döviz kuru üzerinden yerli para karşılığında piyasaya sürmesi para piyasasında üçlü dengenin yeniden sağlanmasına neden olacaktır.

**Esnek Kur Rejimi Altında Maliye Politikasının Etkinliği;** Kamu harcamalarında meydana gelen bir artış işlemler hesabında meydana gelen açığı karşılamaya yetecek kadar sermaye girişinin olamamasından dolayı, döviz piyasasında cari işlemler hesabı olarak bir dengesizlik söz konusu olmaktadır. Cari işlemler açığı nedeniyle artan döviz talebi esnek Döviz kuru rejimi altında reel döviz kurunun yükselmesi yönünde bir harekete neden olacaktır. Cari işlemler hesabında verilen açıklıkla birlikte artan döviz ihtiyacı devam ettiği sürece reel kur artış yönünde ivmelenecektir. Bu durumda, sermayenin tam hareketsiz olduğu durumda esnek kur rejimi altında genişletici maliye politikasının tam etkin bir sonuç doğurduğu görülmektedir.

**Sabit Kur Rejimi Altında Maliye Politikasının Etkinliği;** Kamu harcamalarında meydana gelen bir artışla, mal piyasasında dengeyi bulamamakta ve bu düzeyde cari işlemler hesabında meydana gelen açığı karşılamaya yetecek kadar sermaye girişinin olamamasından dolayı, döviz piyasasında cari işlemler hesabı açığı türünden bir dengesizlik söz konusu olmaktadır. Cari işlemler açığı nedeniyle artan döviz talebi esnek döviz kuru rejimi altında reel döviz kurunun yükselmesi yönünde bir harekete neden olacaktır. Cari işlemler açığı nedeniyle artan döviz talebi reel döviz kurunun yükselmesi yönünde bir baskı oluştursak da sabit döviz kuru rejiminin benimsenmiş olması nedeniyle döviz kurunda herhangi bir değişiklik olmayacaktır. Artan döviz talebi merkez bankasının dönem başında duyurduğu döviz kuru üzerinden yerli para karşılığında piyasaya sürülmesi ile üçlü denge yeniden sağlanmış olacaktır. Reel milli gelir üzerinde herhangi olumlu bir etkisi bulunmayan genişletici maliye politikasının sabit kur rejimi altında etkinsiz bir sonuca yol açtığı görülmektedir.

### Tam Hareketsiz Sermaye Altında Mal-Para-Döviz Piyasasında Denge (IS-LM-BP Modeli)

Esnek Kur Rejimi Altında Para Politikasının Etkinliği; Merkez bankasının nominal para arzında artışa gitmesiyle reel para arzı artarak para piyasasında dengeyi cari işlemler hesabında oluşan açığa eş miktarda bir sermaye girişinin gerçekleşmemesi nedeniyle döviz piyasasında cari işlemler açığı türünden bir dengesizlik söz konusu olmaktadır. Cari açığın kapanması için dövize olan talep reel kur üzerinde yukarı yönlü bir harekete neden olacaktır. Reel döviz kurunda meydana gelen bir artış, ithalatın azalarak, ihracatın artması sonucu net ihracatın artmasına yol açacaktır. Nihayet net ihracatın artması ile yükselen reel milli gelir düzeyinin toplam planlanan harcamaları uyarmasıyla mal piyasasında dengeyi gösteren şekilde sermaye hareketsizliği ve esnek kur rejimi altında uygulanan genişletici para politikasının maliye politikası gibi etkin bir sonuç vereceği görülmektedir.

**Sabit Kur Rejimi Altında Para Politikasının Etkinliği;** Sermayenin tam hareketsiz olduğu durumda sabit kur rejiminin benimsenmesi uygulanan para ve maliye politikalarının etkinsiz bir biçimde sonuçlanmasına yol açarken, sermayenin tam hareketsiz olduğu bir ortamda esnek kur rejiminin benimsenmesi uygulanması muhtemel para ve maliye politikalarını etkin hale sokmaktadır.

### İmkânsız Üçleme

Frankel (1999) tarafından ortaya atılan “İmkânsız Üçleme (*Impossible Trinity, Trilemma*)” kavramıdır. Reel para arzında meydana gelen bir artışla düşen faiz oranı ortamında artan toplam planlanan harcamaların etkisiyle reel milli gelirin yükseldiği bilinmektedir. Düşen ulusal piyasadaki faiz oranının ekonomik karar birimlerini getirileri görece daha yüksek olan yabancı varlıklar yönünde konumlanmaya itmesi reel döviz kuru üzerinde bir yükseliş baskısı yaratsa da sabit döviz kuru rejiminin benimsenmiş olmasının da etkisiyle döviz kurunda herhangi bir hareket olmayacağından merkez bankası önceden duyurduğu kur üzerinden yerli para karşılığında artan döviz talebini karşılayacaktır. Böylece genişletici para politikası ile başlayan süreç daraltıcı para politikası ile başladığı düzeye döndüğünden Mundell-Fleming modelinde sermaye hareketlerinin tam ve döviz kuru rejiminin “sabit” olarak benimsendiği bir durumda uygulanan para politikası uygulamasının etkisiz olacağı sonucuna varılmaktadır. İşte merkez bankasının sermaye akışkanlığının tam olduğu bir durumda döviz kuru rejimi ve para politikasını aynı anda belirleyebilme noktasındaki imkânsızlığı “*imkansız üçleme*” olarak adlandırılmaktadır.

WWW.AOF.COM.TR